

Decyzje inwestycyjne na rynkach nieruchomości

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 8.1. Specyfika decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości • 8.2. Nieruchomość jako przedmiot inwestowania | <ul style="list-style-type: none"> • 8.3. Inwestorzy na rynkach nieruchomości • 8.4. Strategie inwestycyjne • 8.5. Podsumowanie • Pytania kontrolne |
|---|---|

8.1. Specyfika decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości

Terminy „inwestowanie” i „inwestycje” są używane w literaturze przedmiotu w różnych znaczeniach. W makroekonomii uwaga jest skupiona na inwestycjach netto, czyli akumulacji kapitału, oznaczającej przyrost netto realnego kapitału w społeczeństwie danego kraju, a więc przyrost maszyn, urządzeń, budynków czy zapasów. Oznacza to, że inwestycje netto pojawiają się tylko wtedy, gdy zostanie stworzony dodatkowy kapitał realny¹.

Obok terminu „inwestycje netto” funkcjonuje termin „inwestycje brutto”, obejmujący, oprócz przyrostu realnego, nakłady ponoszone na odtworzenie składników majątkowych².

W wielu definicjach stosowanych w mikroekonomii inwestycje są utożsamiane z aktem wyrzeczenia się bieżącej konsumpcji w celu osiągnięcia przyszłych korzyści, które w związku z upływem czasu, nie są pewne³. Termin „korzyści” nie zawsze jest jednoznacznie definiowany. Mogą one polegać na powiększaniu przychodu w wyniku inwestowania lub zaspokojenia potrzeb posiadania, prestiżu itp. Oznacza to, że motywem inwestowania nie zawsze muszą być korzyści finansowe.

¹ Por. m.in.: P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia 1*, WN PWN, Warszawa 1995, s. 215.

² Według słownika ekonomiczno-finansowego inwestycje brutto w odniesieniu do całej gospodarki oznaczają inwestycje gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, administracji państwa i instytucji finansowych. Inwestycje netto to różnica między inwestycjami brutto i amortyzacją. Y. Bernard, J.C. Colli, *Słownik ekonomiczno-finansowy*, Książnica, Warszawa 1994.

³ Por. m.in.: A.J. Jaffe, C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1989.

W indy-
znacznie się
prowadzą do
makroekon-
który nie kre-
kiego kapital

W znac-
przez posiad-
nach, które s-
wodowej lub
osiągnięcia z

Wśród w-
cje rzeczowe
w badanie, re-

Inwestyc-

o chara-

infrastr-

lokacyj

Inwestyc-

cze, jak i osol-

Inwestyc-
w funduszach

Inwestor-
ków majątko-
udziały w fun-

Oznacza
inwestycje są
widenda, czyli
datnie różnic-
ści będzie bie-
nieruchomoś-
chodu mogą i

Dążenie
czy gracza. In-
lokaty kapital-
cyjzi, próbuje

⁴ Niektórzy
od inwestycji, że
motywację, a taki
niejszej pracy ut-
(red.), *Lokaty fin-*
ansów, Bibliotek-

⁵ Por. M. E
(red.), *Inwestycje*

W indywidualnych decyzjach uczestników rynku zakres pojęciowy „inwestycji” znacznie się rozszerza, oznaczając nabywanie praw majątkowych. Zakupy inwestycyjne prowadzą do zmiany wielkości ich zasobów rzeczowych i (lub) finansowych. W skali makroekonomicznej omawiana działalność oznacza jedynie transfer form własności, który nie kreuje nowego kapitału realnego. Może jednak stanowić źródło tworzenia takiego kapitału w przyszłości.

W znaczeniu potocznym inwestycja jest utożsamiana z lokatą, czyli dokonywaną przez posiadacza kapitału operacją finansową, polegającą na lokowaniu go w dziedzinach, które swym charakterem różnią się od prowadzonej przez niego działalności zawodowej lub wybiegają poza zakres jego kompetencji. Lokata jest realizowana w celu osiągnięcia zysku⁴.

Wśród wielu innych klasyfikacji, na uwagę zasługuje podział inwestycji na inwestycje rzeczowe (czyli materialne), inwestycje finansowe i inwestycje niematerialne (np. w badanie, rozwój czy ochronę środowiska)⁵.

Inwestycje rzeczowe mogą obejmować inwestycje:

- o charakterze produkcyjnym (zakup maszyn, urządzeń, nieruchomości),
- infrastrukturalne (budowa autostrad, uzbrojenie terenu itp.),
- lokacyjne (dzieła sztuki, monety, znaczki, nieruchomości).

Inwestycje rzeczowe mogą być podejmowane zarówno przez podmioty gospodarcze, jak i osoby fizyczne.

Inwestycje finansowe polegają na zakupie papierów wartościowych lub udziałów w funduszach inwestycyjnych oraz na lokowaniu oszczędności na rachunkach bankowych.

Inwestor może dokonać lokaty kapitału inwestując bezpośrednio w zakup składników majątkowych, budowę czy rozbudowę, bądź pośrednio – kupując akcje firm czy udziały w funduszach inwestycyjnych.

Oznacza to, że istnieje bogaty wachlarz możliwości inwestowania. Poszczególne inwestycje są źródłem różnych dochodów. Przykładowo, dochodem z akcji będzie dywidenda, czyli część zysku przeznaczona do podziału między akcjonariuszy, a także dodatnie różnice w cenach akcji, tzw. zysk kapitałowy. Źródłem dochodu z nieruchomości będzie bieżący czynsz oraz dochody pozaczynszowe, jak również przyrost wartości nieruchomości w czasie. Z lokat w dzieła sztuki, stare monety czy znaczki, źródłem dochodu mogą być także ich wzrastające wartości (czyli zysk kapitałowy).

Dążenie do osiągnięcia dochodu utrudnia odróżnienie inwestora od spekulanta czy gracza. **Inwestorem** jest osoba prawna, fizyczna lub grupa osób, która dokonuje lokaty kapitału na własne ryzyko, celem osiągnięcia dochodu. Przy podejmowaniu decyzji, próbuje on osiągnąć zakładany dochód nie maksymalizując ryzyka. Uważnie ana-

⁴ Niektórzy autorzy rozgraniczają oba terminy: „inwestycje” i „lokata”, uznając, że lokata tym różni się od inwestycji, że nie jest związana z procesem produkcji. Podmiot podejmujący lokatę ma inną niż inwestor motywację, a także inną osobowość. Por. Y. Bernard, J.C. Colli, *Słownik ekonomiczny i finansowy*, op.cit. W niniejszej pracy utożsamiamy oba pojęcia, co jest zgodne z literaturą dotyczącą finansów. Por. m.in.: M. Kufel (red.), *Lokaty finansowe. Rachunkowość i zarządzanie*, „Park”, Bielsko-Biała 1992, s. 5–12; M. Brett, *Świat finansów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992, m.in. s. 50 i s. 214–220.

⁵ Por. M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001, s. 18; H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2004, s. 83.

lizuje spodziewane korzyści i ryzyko, spodziewając się osiągnięcia dochodu w długim okresie. **Spekulantem** jest uczestnik rynku, który lokuje kapitał na krótkie i średnie terminy o wysokim ryzyku, ale zapewniające mu zwiększony dochód. Spodziewa się on szybkiego zysku. **Gracz** dokonuje szybkiego obrotu, uzyskując korzyści na zmianie wartości lokat – przypomina dealera, próbującego dobrze kupić i szybko z zyskiem sprzedać.

Z rozważań tych wynika, że lokowanie kapitału może oznaczać nie tylko inwestowanie długookresowe, ale również inwestowanie spekulacyjne czy grę. Elementami różnicującymi będzie poziom akceptowanego ryzyka i metoda osiągania dochodu.

Inwestorzy zainteresowani lokatami na rynku kapitałowym różnią się przede wszystkim motywacją inwestowania, zależną od wieku, zgromadzonego kapitału, skłonności do poniesienia ryzyka, dotychczasowych doświadczeń, czasu, jakim dysponują na zajmowanie się inwestycją. Każdy inwestor inaczej będzie interpretował termin „korzyści”. Dla jednego będą to korzyści finansowe, inny inwestując chce uchronić swój kapitał przed inflacją. Wielu inwestorów wybierze zakup obligacji czy budowę domu, dążąc do uzyskania ulg w podatku dochodowym. Dla innych inwestowanie oznacza samorealizację, dowartościowanie własnego ego, dążenie do prezentacji własnej siły i umiejętności. Dla niewielkiej grupy inwestorów mniej ważne są wyniki finansowe decyzji inwestycyjnych, ważniejsze jest samo uczestnictwo w grze rynkowej.

Zróżnicowanymi motywacjami kieruje się również inwestor wkraczający na rynek nieruchomości. Część uczestników tego rynku dokona wyboru nieruchomości nie tylko ze względów finansowych. Motywacje inwestora na rynku nieruchomości można podzielić na obiektywne i subiektywne. Obiektywnym motywem jest np. potrzeba zaspokojenia lub poprawy warunków mieszkaniowych oraz dążenie do osiągnięcia dochodów.

Motywacjom obiektywnym często towarzyszą subiektywne, które przejawiają się w dążeniu do zdobycia prestiżu i statusu społecznego, zapewnienia poczucia bezpieczeństwa, wygody i komfortu, do osiągnięcia osobistej satysfakcji z posiadania nieruchomości. Kierując się różnymi motywacjami, inwestor będzie zainteresowany zróżnicowanymi segmentami rynku nieruchomości. Przykładowo, inwestor dążący do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych (będzie to na ogół młody inwestor), bądź ich poprawy (inwestor w wieku 30–40 lat), kieruje swoje zainteresowania na rynek mieszkaniowy, inwestor posiadający kapitał i chcący go pomnożyć, zainwestuje na rynku nieruchomości komercyjnych czy przemysłowych.

Inwestycje w nieruchomości znajdują się zarówno w grupie inwestycji rzeczowych (produkcyjnych, infrastrukturalnych bądź lokacyjnych), jak i inwestycji finansowych.

Inwestycje finansowe w nieruchomości mogą być realizowane poprzez:

- nabycie udziałów lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości,
- nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych, inwestujących w nieruchomości,
- zakup papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności, zabezpieczonych hipoteką⁶.

⁶ Por. H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, op.cit., s. 87.

Decyzje inwestycyjne, podejmowane w zakresie **inwestycji rzeczowych na rynku nieruchomości**, odznaczają się pewną specyfiką. Wynika ona ze specyfiki samej nieruchomości, a także specyfiki rynku nieruchomości. Do cech charakterystycznych w szczególności należy zaliczyć przedstawione niżej właściwości.

- Wysoka kapitałochłonność inwestycji – inwestowanie w nieruchomości wymaga posiadania znacznego kapitału, co powoduje, że rynek nieruchomości dla wielu inwestorów – z uwagi na ich możliwości finansowe – będzie niedostępny. Małe kapitały mogą z powodzeniem znaleźć swoje miejsce na rynku papierów wartościowych czy rynku lokat bankowych.

- Wysoki udział kapitału obcego – wysoka kapitałochłonność powoduje konieczność zaangażowania na etapie kupna czy modernizacji środków obcych. Najczęściej występującą techniką pozyskiwania kapitału jest sięgnięcie po kredyt czy pożyczkę. Finansowanie przez środki obce powoduje obciążenie wygenerowanego przez podmiot gospodarczy zysku operacyjnego lub dochodów gospodarstw domowych kosztami zaciągniętego kredytu. Wykorzystanie kapitału obcego jest nie tylko konieczne, ale często celowe, np. z uwagi na tzw. płaszczy podatkowy. Koszt kredytu zmniejsza bowiem dochód gospodarstwa domowego, podlegający opodatkowaniu podatkiem dochodowym, zmniejsza też zysk podmiotu gospodarczego, będący podstawą naliczania podatku dochodowego. Przy finansowaniu inwestycji środkami własnymi, czyli z zysku, inwestor najpierw musi „podzielić się” z fiskusem, płacąc podatek dochodowy od wygenerowanego zysku brutto. Finansowanie inwestycji ze środków obcych staje się pożyteczne także w sytuacji, kiedy inwestor może osiągnąć wyższą stopę zwrotu z zaangażowanego kapitału własnego od stopy oprocentowania kredytu. Osiąga wtedy tzw. dodatnie efekty dźwigni finansowej.

- Długi okres realizacji inwestycji – na ten aspekt inwestowania zwróci uwagę inwestor, którego decyzje inwestycyjne uwzględniają zabudowę gruntu. Cykl realizacji inwestycji – w zależności od rodzaju nieruchomości – wynosi od kilkunastu do kilkudziesięciu miesięcy, sięgając często kilku lat. Wysoki kapitał, połączony z długim cyklem inwestowania, uzależnia powodzenie przedsięwzięcia od zmian w aktywności gospodarczej. Zmiany mogą istotnie wpływać na ryzyko inwestowania w tym segmencie rynku nieruchomości.

- Długi okres użytkowania – długowieczność obiektów oznacza możliwość osiągania dochodów w długim okresie. Przerwy w osiąganiu dochodów, wywołane zmniejszeniem aktywności gospodarczej (wystąpieniem pustostanów) czy koniecznością przeprowadzenia remontu, powodują nieodwracalne straty w strumieniu dochodów.

- Mała płynność nieruchomości i wysokie koszty transakcji – na wycofanie się z inwestycji nieruchomościowej i transfer prawa własności potrzeba relatywnie (w porównaniu do akcji czy jednostek inwestycyjnych itp.) dużo czasu. Przy inwestycjach komercyjnych czy przemysłowych okres ten znacznie przedłuża się i może wynieść – w zależności od aktywności gospodarczej – kilka czy kilkanaście miesięcy. Wysoki jest również koszt transakcji – w warunkach polskich sięga on 8–10% ceny transakcyjnej. Wysokie koszty transakcji powodują, że inwestycje w nieruchomości muszą być traktowane jako długofalowe.

• Mała przejrzystość rynku nieruchomości – inwestor podejmując decyzje inwestycyjne dysponuje mniejszą ilością informacji, w porównaniu do informacji pochodzących z innych segmentów rynku kapitałowego, głównie rynku papierów wartościowych.

Specyfika podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości ujawnia, że muszą one być poprzedzone wyjątkowo wnikliwą analizą ekonomiczną.

8.2. Nieruchomość jako przedmiot inwestowania

8.2.1. Inwestowanie bezpośrednie i pośrednie

Inwestowanie na rynku nieruchomości może przybrać dwie podstawowe formy: inwestowania bezpośredniego i pośredniego. **Inwestowanie bezpośrednie** polega na nabyciu tytułu prawnego do konkretnej nieruchomości, inwestowanie pośrednie zaś na nabyciu udziałów lub papierów wartościowych emitowanych przez podmioty inwestujące na rynku nieruchomości.

Obie formy inwestowania mają swoje zalety i wady. Ich zestawienie zawiera tabela 8.1.

Zalety inwestowania w nieruchomości stanowią źródło korzyści dla inwestora. Pewna ich część jest niemierzalna, np. satysfakcja czy poczucie bezpieczeństwa. Część korzyści jest wymierna w sposób pośredni, np. w postaci „odmrożonych” środków finansowych. Część korzyści może być mierzona dochodami z nieruchomości, oszczęd-

Tabela 8.1. Zalety i wady inwestycji bezpośrednich i pośrednich

Zalety	Wady
Inwestycje bezpośrednie	
• Zabezpieczenie kapitału • Ochrona przed inflacją • Źródło dochodów • Źródło korzyści na etapie rozliczeń z fiskusem • Odmrożenie kapitału • Element dywersyfikacji portfela • Fizyczna „dotykalskość”	• Mała płynność • Konieczność zarządzania • Niepodzielność • Wysoka kapitałochłonność
Inwestycje pośrednie	
• Zmniejszona kapitałochłonność • Wysoka płynność • Podzielność • Fachowe zarządzanie	• Brak kontroli nad nieruchomością • Wysoka korelacja z rynkiem akcji • Brak fizycznej „dotykalskości”

Źródło: na podstawie M. Sopiński, *Inwestorzy instytucjonalni na rynku nieruchomości*, praca doktorska, maszynopis, Uniwersytet Łódzki 2001.

nościami w wysokości płaconego podatku dochodowego czy podatku od nieruchomości.

Każdy z inwestorów – w zależności od przygotowania, znajomości rynku i predyspozycji, a także szczęścia – inaczej wykorzystuje zalety tej samej nieruchomości, osiągając inny rozmiar korzyści. Każdy, ze względów subiektywnych (wiek) czy obiektywnych (stan rynku), w różnym stopniu odczuje wady inwestowania w nieruchomości. Oznacza to, że dla każdego z uczestników rynku ta sama nieruchomość ma inną wartość. Inwestor będzie skłonny nabyć nieruchomość, jeżeli według jego oceny jej wartość będzie wyższa od wartości rynkowej, czyli wartości opierającej się na założeniach i ocenie typowego inwestora (por. pkt. 5.2 i 6.4).

Wartość nieruchomości dla konkretnego inwestora, czyli **wartość indywidualna**, prezentuje wartość uwzględniającą jego wymagania inwestycyjne⁷. Często jest uważana za przeciwną kategorii wartości rynkowej. „W przeciwieństwie do wartości rynkowej, wartość indywidualna jest wartością dla osoby, a nie wartością na rynku”⁸. Przedstawia ona subiektywną relację między konkretnym inwestorem a rozpatrywaną inwestycją. Uwzględnia ona dochód, jaki nieruchomość będzie generowała przez zakładany przez inwestora czas eksploatacji (np. 4–5 lat), nadwyżkę kapitału, jaką inwestor uzyska po sprzedaniu nieruchomości, a także wartość zaciągniętego kredytu hipotecznego. Nie jest jednak właściwe określanie wartości indywidualnej na podstawie specyficznych celów.

Inwestor podejmie decyzję o sprzedaży nieruchomości, gdy jej wartość wymienna będzie wyższa od odczuwalnej przez niego wartości użytkowej nieruchomości. Konkretnego inwestora cechuje podejście finansowe, w przeciwieństwie do podejścia ekonomicznego, reprezentowanego przez typowego inwestora, stanowiącego punkt wyjścia ustalenia wartości rynkowej nieruchomości (por. pkt 5.2).

T. Roosevelt podobno powiedział, że „... kupowanie nieruchomości jest nie tylko najlepszym sposobem, najszybszym sposobem i najbezpieczniejszym sposobem, ale jest jedynym sposobem, by stać się bogatym”⁹. Ale inwestowanie w nieruchomości odznacza się nie tylko zaletami. Nieruchomość jako przedmiot inwestowania ma również wady.

Wymienione w tabeli 8.1 wady nieruchomości, jako inwestycji bezpośredniej, takie jak: niepodzielność, brak płynności i konieczność zarządzania, zachęciły do poszukiwania możliwości ich pokonania. Możliwości takie stwarza **inwestowanie pośrednie**, polegające na nabyciu udziałów lub papierów wartościowych emitowanych przez podmioty inwestujące na rynku nieruchomości. Ten sposób inwestowania przekształca wady inwestowania w nieruchomości w zalety. Inwestowanie pośrednie nie wymaga bowiem wysokiego kapitału, inwestycje są podzielne, cechuje je wysoka płynność, zarządzane są przez fachowców. Nie oznacza to, że same nie są pozbawione wad. Inwestor nie ma kontroli nad nieruchomością, nie odczuwa satysfakcji z jej

⁷ Por. m.in. J. Dasso, A.A. Ring, *Real Estate, Principles and Practices*, Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs 1989, s. 373–374; *The Appraisal of Real Estate*, Appraisal Institute, Chicago 1992, s. 23.

⁸ *Ibidem*, s. 23.

⁹ W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, The Macmillan Press Ltd., London 2001.

posiadania, a dochodowość tej inwestycji wykazuje wysoką korelację z dochodowością akcji.

8.2.2. Nieruchomość jako źródło uzyskiwania dochodu

Dla konkretnego inwestora, lokata kapitału w nieruchomości generuje trzy źródła dochodów:

- 1) przepływ gotówki po opodatkowaniu, wynikający z rocznych dochodów z czynszów,
- 2) dochody pozaczynszowe (opłaty za parkingi, reklamy itp.),
- 3) rewersję (zwrot) kapitału po opodatkowaniu w chwili planowanej sprzedaży nieruchomości (to cena sprzedaży pomniejszona o koszty transakcji, niespłacony kredyt zabezpieczony hipoteką, podatek od dochodu ze sprzedaży).

Inwestor, decydując się zainwestować na rynku nieruchomości, stoi przed wyborem segmentu tego rynku. Poszczególne nieruchomości są źródłem odmiennych korzyści. Źródłem dochodów niektórych z nich są głównie wpływy z czynszów, w mniejszym stopniu spodziewany wzrost wartości. Przykładem takiej nieruchomości są magazyny. Nieruchomości o charakterze centrów handlowych czy hoteli zapewniają dochód okresowy i wzrost wartości w czasie.

Dochodowość poszczególnych rodzajów nieruchomości, rozumiana jako dochodowość roczna, jest zróżnicowana. Jak wykazują badania, najwyższa dochodowość w latach 1996–2002 cechowała nieruchomości handlowe i przemysłowe (tab. 8.2).

Tabela 8.2. Całkowity zwrot z inwestycji w nieruchomości w Wielkiej Brytanii w latach 1996–2002*
(w procentach)

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nieruchomości handlowe	11,7	18,6	11,6	14,1	6,6	5,5	14,1
Biura	7,5	14,5	11,6	14,1	15,5	7,6	3,3
Nieruchomości przemysłowe	10,3	16,5	13,2	17,3	13,8	8,2	10,8
Ogółem nieruchomości	10,0	16,8	11,8	14,5	10,4	6,7	9,7

* Nieruchomości mieszkaniowe nie są w tej statystyce uwzględniane.

Źródło: na podstawie materiałów IPD Annual Index, [w:] M. Sopiński, M. Załęczna, *Nieruchomość jako lokata kapitału*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, nr 389, s. 80.

Oznacza to, że sposób wykorzystania nieruchomości jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na dochodowość. Inne, nie mniej istotne, to warunki gospodarowania, np. rozwój sektora przemysłowego w danym kraju spowoduje wzrost zapotrzebowania na obiekty przemysłowe, a tym samym wzrost czynszów. Jeżeli wzrastający popyt na produkty przemysłowe zostanie zaspokojony przez towary importowane, może wzrosnąć jedynie popyt na powierzchnie magazynowe i handlowe i w efekcie nastąpi wzrost ich dochodowości. Oznacza to, że dochodowość nieruchomości jest

zróż-
niono-
wać,
tego
zwró-
cić

Dub
Mad
Lon
Med
Berli
Barc
Pary
Ams
Sztol
Bruk
Prag
Bude
Wars
Mosk
Fran

nej.
wana
wyne
ko p
poró
sowy
doch
sza n
wion
cyjne
równ

zróżnicowana w zależności od lokalizacji ekonomicznej. W danym kraju niższe stopy zwrotu na ogół wystąpią w stolicy, gdzie więcej inwestorów będzie chciało zainwestować, co prowadzi do silniejszego wzrostu cen niż w mniejszych miastach. Dowodzą tego dane zestawione w tabeli 8.3. Przykładowo, w Madrycie wiosną 2005 r. stopy zwrotu za powierzchnie biurowe były niższe niż w Barcelonie.

Tabela 8.3. Zróżnicowanie przestrzenne stóp zwrotu – stan marzec 2005 r.

Miasta	Stopy kapitalizacji dla nowoczesnych budynków (w procentach)		
	biurowych	handlowych	magazynowych
Dublin	5,0–6,0	4,5–6,5	6,0–7,5
Madryt	5,0	6,0–6,8	7,5–8,0
Londyn	5,2	5,9	6,0
Mediolan	5,5	5,9–6,0	8,0
Berlin	5,4–6,4	6,0	8,0–10,0
Barcelona	5,8	6,0–6,8	7,3
Paryż	5,8–6,2	5,8–6,0	8,2–8,6
Amsterdam	5,8–6,3	6,0–7,0	6,5–7,0
Sztokholm	5,9–6,0	brak danych	brak danych
Bruksela	6,0–6,5	6,3–7,0	7,8–8,2
Praga	7,5–8,0	8,0	9,0–9,5
Budapeszt	8,0	8,0–8,5	9,5–10,0
Warszawa	7,8–8,2	8,2–8,8	9,0–10,0
Moskwa	12,0–14,0	13,0–16,0	14,0–16,0
Frankfurt nad Menem	brak danych	6,0	7,5–8,5

Źródło: na podstawie materiałów Jones Lang La Salle, 2005.

Dane przytoczone w tabelach 8.2 i 8.3 informują o tzw. **dochodowości przeciętnej**. Dochodowość każdej z nieruchomości może być oczywiście dodatkowo zróżnicowana w zależności od lokalizacji, podatności na remonty i modernizacje, indywidualnie wynegocjowanych stawek dzierżawy lub najmu.

Inwestora, który chce ulokować kapitał na rynku nieruchomości, interesuje nie tylko porównanie dochodowości poszczególnych rodzajów nieruchomości, ale również porównanie przeciętnej dochodowości nieruchomości z innymi instrumentami finansowymi, takimi jak np. akcje czy obligacje.

Badania wykazały, że w długich okresach na rozwiniętych rynkach kapitałowych, dochodowość z nieruchomości jest relatywnie niższa niż dochodowość z akcji, ale wyższa niż dochodowość z obligacji (por. tab. 8.4 i 8.5). Na powstanie i zmiany przedstawionych proporcji w istotny sposób wpływają zjawiska inflacyjne. W gospodarce inflacyjnej inwestycje o stałych dochodach, np. obligacje, stają się mało atrakcyjne w porównaniu z tymi, z których można osiągnąć wzrost dochodu.

W krótkich okresach proporcje te mogą być zmienne. Przykładowo, w latach siedemdziesiątych odnotowano, że nieruchomości przyniosły o wiele wyższą stopę dochodu niż akcje, obligacje i wiele innych instrumentów finansowych¹⁰. W 2002 r. obligacje były bardziej dochodowe od nieruchomości (tab. 8.5).

Tabela 8.4. Wskaźniki dochodów względnych z akcji, obligacji i nieruchomości w latach 1967–1988 (w procentach)

Lata	Obligacje długoterminowe	Wskaźniki według PTA* wszystkich akcji	Wskaźniki według JLV** nieruchomości
Czerwiec 1967 = 100%	61	36	26
Czerwiec 1968	58	54	30
Czerwiec 1969	54	51	35
Czerwiec 1970	58	48	39
Czerwiec 1971	66	66	48
Czerwiec 1972	71	83	57
Czerwiec 1973	70	81	76
Czerwiec 1974	55	47	66
Czerwiec 1975	67	62	70
Czerwiec 1976	81	79	81
Czerwiec 1977 = 100%	100	100	100
Czerwiec 1978	117	119	127
Czerwiec 1979	133	149	160
Czerwiec 1980	142	171	185
Czerwiec 1981	154	213	217
Czerwiec 1982	188	232	251
Marzec 1983	244	308	252
Czerwiec 1983	259	346	257
Wrzesień 1983	265	340	262
Grudzień 1983	278	362	268
Marzec 1984	286	410	275
Czerwiec 1984	270	383	280
Wrzesień 1984	291	424	285
Grudzień 1984	297	472	294
Marzec 1985	300	503	300
Czerwiec 1985	310	499	307
Wrzesień 1985	326	513	310
Grudzień 1985	330	560	316
Marzec 1986	378	675	321
Czerwiec 1986	380	683	328
Wrzesień 1986	352	659	337
Grudzień 1986	367	723	349

¹⁰ Por. J. Dasso, A. A. Ring, *Real Estate, Principles and Practices*, op.cit.

Tabela 8.4. cd.

Marzec 1987	417	883	358
Czerwiec 1987	420	1014	374
Wrzesień 1987	402	1072	392
Grudzień 1987	427	780	413
Marzec 1988	455	812	442
Czerwiec 1988	445	882	470
Wrzesień 1988	460	876	496
Grudzień 1988	467	868	537
Marzec 1989/czerwiec 1967	787	2831	2180
Marzec 1988/czerwiec 1977	481	1018	575

* FTA – Financial Times Actuaries.

** JLV – Jones Lang Wootton.

Źródło: na podstawie N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management an Introduction*, Routledge, London, New York 1991, tabl. 2.4.

Tabela 8.5. Stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości na tle innych instrumentów finansowych

Wyszczególnienie	Inwestycja w nieruchomości	Inwestycja w akcje	Inwestycja w obligacje	Inwestycja w bony skarbowe	Inflacja roczna
Stopa zwrotu w 2002 roku	9,7	-22,3	9,8	4,1	2,9
Roczna stopa zwrotu w okresie ostatnich 3 lat	8,9	-14,1	6,7	5,3	2,2
Roczna stopa zwrotu w okresie ostatnich 5 lat	10,6	-2,2	7,9	5,8	2,2
Roczna stopa zwrotu w okresie ostatnich 10 lat	11,5	6,6	9,9	6,0	2,5

Źródło: na podstawie materiałów IPD Annual Index, [w:] M. Sopiński, M. Załęczna, *Nieruchomość jako lokata kapitału*, op.cit., s. 81.

Warto zaznaczyć, że badania dotyczące dochodowości poszczególnych lokat są szalenie utrudnione i to co najmniej z dwóch powodów.

1. W przypadku obligacji, które są papierami wartościowymi o stałym dochodzie, publikowane dane informują o dochodzie, jaki faktycznie otrzyma inwestor. W odniesieniu do nieruchomości, publikatory zachodnie informują o dochodowości początkowej (a nie faktycznym dochodzie), w odniesieniu do akcji – podają relacje ceny do zysku w danym momencie, czyli również nie określają przewidywanych dochodów.

2. Metody określania dochodów w każdej z tych lokat różnią się.

W Polsce nieruchomości również postrzegane są jako źródło dochodu. Źródłem znacznych dochodów jest rynek biurowców, zwłaszcza rynek najmu w dużych miastach. Ekstremalną pozycję zajmuje Warszawa, która w 2004 r. zajęła 23 miejsce na świecie pod względem wysokości rocznej stawki czynszu za 1 m² – w Centralnym Obszarze Biznesu wyniosła ona 325 euro, podczas gdy w Londynie, który zajmuje pierwsze miejsce na świecie – 1571 euro/m² ¹¹.

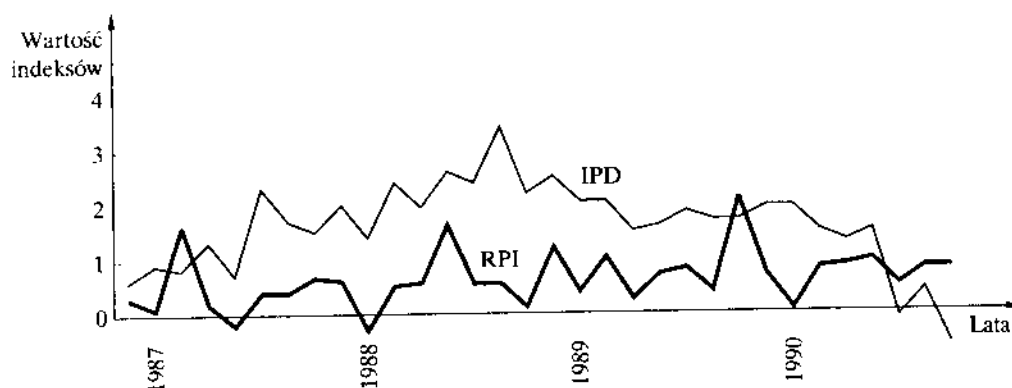
¹¹ Por. *Business Space Across the World 2005*, Cushman and Wakefield, Healey and Baker 2005.

Rozwijającym się rynkiem w Polsce jest rynek nieruchomości przemysłowych. Roczne stawki czynszu w Warszawie uplasowały to miasto na 28 miejscu w świecie – stawka czynszu wyniosła w Polsce 66 euro rocznie, podczas gdy w Londynie, na terenie lotniska Heathrow, opłata wyniosła 236 euro¹².

8.2.3. Nieruchomość jako instrument chroniący przed inflacją

Wielu inwestorów uważa, że nieruchomość chroni zainwestowany kapitał finansowy przed inflacją. Rola ta jest szczególnie widoczna w okresach postępującej inflacji. Mało zużyte ekonomicznie nieruchomości nie tylko zachowują wartość realną, ale nawet wykazują jej wzrost. Ten wzrost jest wywołany gwałtownie zwiększającymi się kosztami budowy oraz wzrostem oprocentowania kredytu. Nieruchomość porównywana jest ze statkiem, który nie bacząc na wahania cen, unosi się na falach i utrzymuje swoją wartość, wyrażoną w stałej sile nabywczej¹³.

Zaprezentowane w literaturze przedmiotu badania implikują¹⁴, że nieruchomości stanowią głównie zabezpieczenie przed inflacją oczekiwaną. Stwierdzono również pewne zależności między dochodami z nieruchomości a inflacją nieoczekiwaną. Jakkolwiek wymienione badania nie zostały uznane za zakończone, uzyskane do tej pory wyniki sugerują, że inwestorzy mogą oczekiwać wyższych dochodów w okresach wysokiej inflacji. Ilustracją tej tezy jest rysunek 8.1, na którym przedstawiono wyniki badań w okresie od stycznia 1987 r. do lutego 1990 r. na podstawie danych dotyczących miesięcznych dochodów z nieruchomości. Na osi Y naniesiono indeksy dochodów całkowitych z nieruchomości (IPD) i indeksy cen detalicznych (RPI) począwszy od liczby 100 w grudniu 1986 r.



Rysunek 8.1. Miesięczne dochody z nieruchomości a inflacja

Źródło: na podstawie G.R. Brown, *Property Investment and the Capital Markets*, op.cit.

¹² Ibidem.

¹³ Por. J. Dasso, A.A. Ring, *Real Estate, Principles and Practices*, op.cit.

¹⁴ Por. G.R. Brown, *Property Investment and the Capital Markets*, Spon, New Zealand 1991.

owych.
ciecie –
teren

ja

anso-
nflacji.
ale na-
ę kosz-
tywana
swoją

omości
ównież
ia. Jak-
ej pory
i wyso-
i badań
ch mie-
alkowi-
zby 100

Lata

To, że nieruchomość chroni kapitał przed inflacją, wyróżnia ją pozytywnie spośród innych instrumentów finansowych. Niektórzy ekonomiści uważają, że żaden z instrumentów finansowych tak dobrze nie pełni wymienionej funkcji¹⁵.

To powszechne przekonanie o zdolności nieruchomości do ochrony przed inflacją budzi czasami sprzeciw. Niektórzy analitycy rynku udowadniają, że wartości nieruchomości, a więc i płacone ceny, wykazują ściślejszy związek z wahaniami gospodarczymi, głównie z cyklicznym rozwojem gospodarki, ze zmiennością siły nabywczej ludności i dochodów płynących z nieruchomości, niż z inflacją. Twierdzą, że w okresie napięć inflacyjnych uczestnicy rynku mają skłonność do cierpienia na „iluzję pieniądza”¹⁶. Konkurencyjnym instrumentem finansowym dla nadwyżki kapitału są obligacje indeksowane wskaźnikiem inflacji.

Bliższa analiza pozwala ujawnić, że podatność na inflację zależy od rodzaju nieruchomości. Większa podatność cechuje nieruchomości przemysłowe i biurowe, gdzie występuje przewaga kosztów budowy w całkowitych kosztach przedsięwzięcia budowlanego. Ścisłe powiązanie między kosztami budowy i stopą inflacji powoduje, że również wartość rynkowa w długim okresie dotrzymuje kroku inflacji. Ale konkretna nieruchomość, o złej lokalizacji, wykazująca znaczne zużycie funkcjonalne, na którą maleje popyt, nie uchroni się przed inflacją. Przykładem mogą być zmiany cen mieszkań w Warszawie w 1997 r. Średni wzrost wynosił 20% i przekraczał poziom inflacji. Jednocześnie znacznie wolniejsze tempo wzrostu cen wystąpiło dla mieszkań o nieatrakcyjnej lokalizacji na Pradze Północ i dalekich peryferiach Warszawy¹⁷.

Ta cecha nieruchomości spowodowała, że aktywa te chętnie są włączane do portfeli inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych. Instytucje te przyjmują środki ludności na długie okresy, starając się bez zwiększenia ryzyka utrzymać wartość realną lokat (por. pkt 8.3).

8.2.4. Nieruchomość jako podstawa osiągnięcia ulg podatkowych

Zasadniczymi podatkami, które wpływają na decyzje inwestycyjne w nieruchomości, są: podatek dochodowy, podatek od nieruchomości oraz od spadków i darowizn.

Ustawodawcy w wielu krajach stosują ulgi podatkowe, wpływając w ten sposób na ożywienie rynku nieruchomości. W Polsce międzywojennej wielu inwestorów podejmowało decyzje o budowie kamienic czynszowych, gdyż otrzymywali – z chwilą oddania kamienicy do użytkowania – zwolnienie od podatku od nieruchomości na 15 lat. Musiał to być istotny argument, skoro inwestowanie w kamienice czynszowe relatywnie nie było zbyt dochodowe. Znacznie bardziej dochodowe było inwestowanie w handel i przemysł¹⁸.

¹⁵ Por. m.in. Z. Komar, *Jak się robi pieniądze. O inwestowaniu, ryzyku i instrumentach finansowych*, Wyd. „Thaurus”, Warszawa 1990.

¹⁶ Por. W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit.

¹⁷ Z. Pindor, *Rynek mieszkaniowy w Warszawie*, [w:] *Warszawski rynek nieruchomości*, Unikat Promocja Media, Warszawa 1998.

¹⁸ Por. m.in. S. Dembicki, *Poradnik prawny właściciela nieruchomości miejskiej*, Nakładem Zarządu Towarzystw Kredytowych Miejskich, Warszawa (brak roku wydania); A. Bojko, W. Monka, *Kodeks nieruchomości miejskiej. Ustawy, rozporządzenia, orzecznictwo, komentarze*, Wyd. „HAWU”, Warszawa 1937.

W wielu krajach inwestor uzyskuje dodatkowe odliczenia od podatku, zaciągając kredyt hipoteczny. Płacone odsetki są kosztami, które podlegają odliczeniu. Umożliwia to zmniejszenie efektywnego kosztu kredytu.

Efektywny koszt kredytu (i_e) jest wyznaczony według następującego wzoru¹⁹:

$$i_e = i(1 - t), \quad (21)$$

gdzie: i – stopa oprocentowania kredytu, t – stopa podatku dochodowego inwestora.

Im wyższa będzie krańcowa stopa podatku płaconego przez inwestora, tym niższy będzie koszt kredytu. Przykładowo, jeżeli koszt kredytu wynosi 10%, a krańcowa stopa podatku inwestora 19%, to efektywny koszt kredytu wyniesie 8,1%. Jeżeli krańcowa stopa podatku wyniesie 40%, to efektywny koszt kredytu spadnie do 6%.

W niektórych krajach (np. w Stanach Zjednoczonych) podatek od nieruchomości jest odliczany od podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym, co znacznie zwiększa atrakcyjność inwestowania.

Bardzo motywująca okazała się ulga budowlana wprowadzona w Polsce w latach 1991–2004. Dotyczyła ona budowy budynku na wynajem, a także budowy własnego budynku lub lokalu mieszkalnego. W 1997 r. z odliczeń z tytułu budowy budynku mieszkalnego z lokalami na wynajem skorzystało ponad 4 tys. osób, a wysokość odliczonych kwot przekroczyła 45 mln zł; z odliczeń z tytułu zakupu gruntu pod budowę domu skorzystało prawie 66 tys. osób (ok. 33 mln zł odliczeń), z tytułu budowy domu, wkładu budowlanego lub mieszkaniowego – ponad 1120 tys. osób, a wysokość odliczeń przekroczyła 1 mld zł²⁰.

Warto zwrócić uwagę, że wzrost podatków nie wywołałby proporcjonalnego spadku podaży i popytu, gdyż – jak pamiętamy – podaż i popyt na nieruchomości wykazują się małą elastycznością.

8.2.5. Nieruchomość jako podstawa zabezpieczenia kredytu

Możliwość zaciągnięcia kredytu pod tzw. zabezpieczenie hipoteczne stanowi jedną z najważniejszych zalet nieruchomości jako lokaty kapitału. Zabezpieczenie hipoteczne przyjmuje postać wpisu do księgi wieczystej. Poprzez instrument hipoteki właściciel „odmraża” wcześniej zainwestowany kapitał, przeznaczając go na inne cele inwestycyjne.

W krajach o rozwiniętym rynku nieruchomości inwestorzy tradycyjnie zaciągają kredyty sięgające 60–90% wartości posiadanej lub nabywanej nieruchomości. Umożliwia to zwiększenie stopy dochodu, uzyskiwanej z inwestycji kapitałowej. Oczywiście pod warunkiem, że inwestycja przynosi wyższy dochód niż koszty kredytu.

Możliwość „odmrożenia kapitału” pozwala zatem inwestorowi powiększać w szybkim tempie swoje inwestycje. Tak postępował przedwojenny kamienicznik czynszowy, który inwestując w kamienice uzyskiwał stały dochód, otrzymywał ulgi podatkowe, ale również zaciągał kredyty pod zabezpieczenie hipoteczne. Otrzymane w ten sposób środki finansowe inwestorzy lokowali w handel lub w przemysł.

¹⁹ H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997, s. 731–732.

²⁰ P. Ratajew, *Ulga budowlana*, „Nieruchomości” 1998, nr 3.

W
tału. D
piecze
jednak
te nale
ostatn
rozd.

8.

N.
brem
ścią –
stowal
wać ka
nych i
instytu
sji, pr
cenę, i

O
ruchoi
miesz
ceny 1
czątku
9 mln
cjach

W
1 m² p
zblizo
ceny v
powie
C
mentu
kując
trzebi
akcji.
cji, w
potra
współ

2.

kredyt
s. 444.

2.

W Polsce nieruchomość znacznie rzadziej stanowi podstawę „odmrożenia” kapitału. Dowodem tej tezy jest relatywnie niewielki udział udzielonych kredytów o zabezpieczeniu hipotecznym do produktu krajowego brutto (PKB). Warto odnotowania są jednak silnie rosnące tendencje wzrostu udzielanych kredytów hipotecznych. Kredyty te należą w Polsce do najintensywniej rozwijającego się segmentu bankowości w ciągu ostatnich 3–4 lat. Stanowią one już 17–18% aktywów systemu bankowego²¹ (por. rozdz. 8).

8.2.6. Nieruchomość jako niepodzielny instrument finansowy

Nieruchomość, w przeciwieństwie do innych instrumentów finansowych, jest dobrem niepodzielnym (por. pkt 1.2). Cecha ta – w połączeniu z dużą kapitałochłonnością – wywołuje daleko idące konsekwencje, zarówno na etapie bezpośredniego inwestowania, jak i wycofywania się z inwestycji. Na etapie zakupu inwestor musi dysponować kapitałem o wysokiej wartości. Wysoka cena nieruchomości, zwłaszcza komercyjnych i przemysłowych, powoduje, że większość nieruchomości jest dostępna tylko dla instytucji. Również na etapie wycofywania się z inwestycji, zwłaszcza w okresach recesji, przy sprzedaży dużych nieruchomości wielu inwestorów zmuszonych jest zaniżyć cenę, aby znaleźć nabywcę.

Opisane reakcje obserwujemy również na wielu segmentach rynku, np. rynku nieruchomości mieszkaniowych w Warszawie, na którym przez wiele lat cena 1 m² p.u. mieszkania małego, najbardziej dostępnego dla nabywców, była wyższa w relacjach do ceny 1 m² p.u. mieszkań dużych, wymagających kapitału o wysokiej wartości. Na początku 1994 r. cena 1 m² p.u. kawalerek wahała się, w zależności od lokalizacji, od 5 do 9 mln starych zł, podczas gdy ta cena dla dużych powierzchni w ekstremalnych transakcjach spadła nawet do 3 mln zł.

W latach następnych proporcje te powoli zaczęły się zmieniać – w 1995 r. cena 1 m² p.u. mieszkania do 30 m² w Warszawie wahała się w granicach 1,1–2,6 tys. zł i była zbliżona do cen mieszkań dużych o powierzchni 71–80 m², dla których odnotowano ceny w granicach 1,25–2,6 tys. zł; w 1997 r. wielkości te przeciętnie kształtowały się odpowiednio na poziomie 1,55–4,2 i 1,95–6,0 tys. zł²².

Cecha niepodzielności negatywnie wyróżnia nieruchomość spośród innych instrumentów finansowych, stanowiąc wadę tego kierunku inwestowania. Inwestor początkujący na giełdzie może dysponować kapitałem o wysokości kilkuset złotych; kiedy potrzebuje części tej kwoty, bez trudu odzyskuje ją poprzez sprzedaż potrzebnej liczby akcji. Nie musi sprzedawać całego pakietu. Tak samo może postąpić właściciel obligacji, wyrobów ze złota czy zbiorów malarstwa. Tylko doświadczony i odważny inwestor potrafi przezwyciężyć tę wadę lokowania kapitału w nieruchomości, wchodząc we współwłasność czy obciążając nieruchomość hipoteką.

²¹ J. Łaszek, *Ryzyko kredytowe a bankowe wymogi ostrożnościowe*, [w:] K. Jajuga, Z. Krysiak (red.), *Ryzyko kredytowe wierzytelności hipotecznych. Modelowanie i zarządzanie*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2004, s. 444.

²² Por. Z. Pindor, *Rynek mieszkaniowy w Warszawie, op.cit.*

8.2.7. Ryzyko inwestowania w nieruchomości

Każda decyzja inwestycyjna jest obarczona ryzykiem. Twierdzi się, że inwestycja bez ryzyka jest iluzją. Ryzyko oznacza sytuację, w której co najmniej jeden ze składających się na nią elementów nie jest znany, ale znane jest prawdopodobieństwo jego występowania²³. „Jest ono funkcją liczby i jakości dysponowanych informacji o procesach gospodarczych i społeczno-politycznych oraz stopnia zmienności i konfliktowości wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania”²⁴.

Istnieje różnica między ryzykiem a niepewnością. Ryzyko dotyczy zmienności i prawdopodobieństwa. Niepewność oznacza, że prawdopodobnemu wynikowi nie można przypisać żadnego prawdopodobieństwa. Niepewność, w przeciwieństwie do ryzyka, jest niemierzalna.

Źródłem ryzyka są zarówno czynniki makro-, jak i mikroekonomiczne. Makroekonomiczne wiążą się z ogólnymi warunkami gospodarowania oraz z procesami inflacyjnymi, mikroekonomiczne – ze specyfiką inwestowania w dany instrument finansowy. Zjawiska recesyjne i procesy inflacji zwiększają ryzyko inwestowania długookresowego, rodzą skłonność do podejmowania inwestycji spekulacyjnych.

Tablica 8.6. Wskaźniki dochodów względnych z akcji, obligacji i nieruchomości w latach 1967–1992 (w procentach)

Wyszczególnienie	Nieruchomości	Obligacje długoterminowe	Akcje
Roczne zwroty nominalne			
Zwrot średni	13,8	10,7	17,7
Odchylenie standardowe	11,2	12,3	21,3
Roczne zwroty realne			
Zwrot średni	4,5	1,7	8,2
Odchylenie standardowe	10,8	12,7	20,9
3-letnie zwroty nominalne			
Zwrot średni	50,5	37,3	61,0
Odchylenie standardowe	27,8	28,4	46,6
3-letnie zwroty realne			
Zwrot średni	15,3	5,5	24,8
Odchylenie standardowe	22,5	25,6	42,1
5-letnie zwroty nominalne			
Zwrot średni	94,8	72,9	126,7
Odchylenie standardowe	38,1	44,4	87,0
5-letnie zwroty realne			
Zwrot średni	25,6	10,8	48,5
Odchylenie standardowe	27,4	36,0	71,9

Źródło: na podstawie W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit., tabl. 12.

²³ Por. m.in. R. Dobbins, W. Frąckowiak, S.F. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałem firmy*, „PAANPOL”, Poznań 1992, s. 18–23 i 307.

²⁴ *Ibidem*, s. 18.

Stopień ryzyka jest zróżnicowany w odniesieniu do poszczególnych instrumentów finansowych. Niektóre instrumenty finansowe, jak np. obligacje, mają relatywnie niższy poziom ryzyka niż akcje.

Empirycznym dowodem tej tezy są dane zestawione w tabeli 8.6, w której jako miarę ryzyka przyjęto odchylenie standardowe. Dane te potwierdzają, że najwyższym ryzykiem charakteryzują się akcje, najniższym zaś obligacje. Nieruchomości zajmują pozycję pośrednią. Pod względem ryzyka, inwestowanie w nieruchomości jest bliższe ryzyku inwestowania w obligacje niż akcje. Relatywnie niskie ryzyko inwestowania w nieruchomości w porównaniu z akcjami wynika zarówno z cech inwestycji nieruchomościowych, jak i niedoskonałości rynku. Wartości czynszowe są bardziej stabilne niż dywidendy, a wartości nieruchomości bardziej stabilne niż ceny akcji.

Pomiędzy zwrotami z poszczególnych kierunków inwestowania występuje mała korelacja – tab. 8.7. Ta mała korelacja może być częściowo wyjaśniona ich zróżnicowaną reakcją na zmiany w cyklu koniunkturalnym – zwroty z akcji i obligacji wykazują tendencję do wyprzedzania cyklu ekonomicznego, z nieruchomości – do pozostawania w tyle za zmianami w aktywności gospodarczej²⁵ (por. pkt 4.4) Wzrost cen obligacji zwykle wyprzedza hossę na rynku obligacji, ale zwrot stawek czynszów z nieruchomości komercyjnych i przemysłowych ma tendencję do pozostawania w tyle za działalnością gospodarczą. Również sposób zawierania umów i weryfikacji stawek czynszowych może spowodować zwłokę w zmianie dochodu z inwestycji. Jednocześnie inwestujący w nieruchomości mogą korzystać ze wzrostu w okresach, gdy dochodowość akcji maleje pod wpływem zbliżającej się recesji. Cecha ta pozytywnie wyróżnia nieruchomości – powoduje, że nieruchomości ma stabilizujący wpływ na portfele inwestycyjne, zdominowane przez akcje i obligacje (por. pkt 8.2.9).

Tabela 8.7. Korelacje zwrotów z nieruchomości, obligacji i akcji

Współczynniki korelacji	Nieruchomości/ obligacje	Nieruchomości/ akcje	Obligacje/akcje
Roczne zwroty pieniężne	0,02	0,21	0,59
3-letnie zwroty pieniężne	0,06	0,19	0,82
5-letnie zwroty pieniężne	0,02	0,08	0,83
Roczne zwroty realne	0,15	0,29	0,63
3-letnie zwroty realne	0,20	0,35	0,87
5-letnie zwroty realne	0,19	0,34	0,90

Źródło: na podstawie W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit., tabl. 12.

Nie oznacza to, że inwestor nie ponosi ryzyka osiągnięcia zmiennego dochodu. Źródłem ryzyka mogą być m.in.:

- zmiany aktywności gospodarczej,
- postępująca przestarzałość nieruchomości,
- niezetelni najemcy.

²⁵ Por. W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit.

Czynniki te powodują, że dochody brutto z nieruchomości odznaczają się fluktuacją. Jednocześnie w dochodach tych występuje duży udział kosztów stałych (podatek od nieruchomości, opłata za użytkowanie wieczyste gruntu, ubezpieczenie), co stanowi dodatkowe źródło fluktuacji dochodów netto, generowanych przez nieruchomość.

Kategoria ryzyka jest bardzo zróżnicowana. Jedną z klasyfikacji wyróżnia ryzyko systematyczne i niesystematyczne, zwane specyficznym – por. tabela 8.8.

Tabela 8.8. Źródła ryzyka lokat w nieruchomości

Kategorie ryzyka		
ryzyko systematyczne	ryzyko specyficzne	ryzyko finansowania
Kryzys krajowy (regionalny)	Bankructwo najemcy	Nieemożność spłaty kredytu
Nieoczekiwana inflacja	Nieemożność wynajęcia powierzchni po wygaśnięciu bieżących umów najmu	Wzrost stóp procentowych
Spadek zaufania do nieruchomości	Niekorzystne zmiany w otoczeniu; uszkodzenia budynków	Brak możliwości refinansowania
Nadpodaż nieruchomości na rynku lokalnym (nadmiar nowo wznoszonych obiektów)	Szybkie zużycie funkcjonalne budynków	Zastosowanie kapitałów obcych
Zmiany polityczne	Zmiany planów zagospodarowania przestrzennego lub innych regulacji prawnych	Zwiększa poziom ryzyka
Zmiany ulg podatkowych	Wzrost opłat obowiązkowych	

Źródło: na podstawie P.J. Rowland, *Property Investment and Their Financing*, The Law Book Company Limited, Sydney 1993, s. 178.

Ryzyko systematyczne wynika z:

- niedoskonałości rynku nieruchomości, przejawiającej się w trudności w pozyskaniu szczegółowych informacji z rynku, z jego małej efektywności, która wywołana jest m.in. małą przejrzystością rynku, wysoką kapitałochłonnością, a także małą płynnością nieruchomości,
- trudnymi do przewidzenia zmianami po stronie podaży i popytu,
- zmiennością stóp oprocentowania kredytu czy zmianami opodatkowania.

Ryzyko niesystematyczne, typowe dla przedmiotowej nieruchomości, obejmuje ryzyko własności, ryzyko zarządzania oraz ryzyko strumienia dochodu i związane jest z:

- ryzykiem prawnym (np. zmiany planów zagospodarowania przestrzennego lub innych regulacji prawnych),
- szybkim zużyciem funkcjonalnym budynków, z ich uszkodzeniem, niekorzystnymi zmianami zachodzącymi w otoczeniu i sąsiedztwie nieruchomości,
- ryzykiem zarządzania, na które składa się m.in. jakość zarządcy, umiejętność pozyskania i doboru najemców,
- ryzykiem generowania dochodów, które związane jest m.in. z: harmonogramem wygasania i odnawiania najmu, z ryzykiem niewypłacalności najemców, liczbą najemców w budynku, z przewidywaną ceną sprzedaży nieruchomości na koniec prognozy.

Bez względu na segment rynku, zawsze istnieje ryzyko lokalizacji i ryzyko otoczenia i sąsiedztwa.

Inna klasyfikacja przewiduje podział ryzyka na:

- ryzyko rynku,
- ryzyko bankructwa,
- ryzyko inflacji,
- ryzyko płynności inwestycji.

Ryzyko rynku stanowi konsekwencję wahan cen dóbr i usług w czasie. Jeżeli w momencie transakcji kupna i sprzedaży rynek jest bardzo aktywny, a więc popyt na dane towary przewyższa podaż, ceny rynkowe kształtują się na relatywnie wysokim poziomie. Zmiana proporcji między popytem a podażą może doprowadzić do spadku cen. Jeżeli inwestor jest zmuszony w tym momencie do likwidacji inwestycji, może ponieść stratę. Likwidacja inwestycji okazuje się bowiem przedwczesna.

Ryzyko bankructwa oznacza możliwość upadku podmiotu. Kapitał ulokowany w dany instrument finansowy przepada, staje się bowiem źródłem pokrycia wierzytelności firmy.

Ryzyko inflacji obrazuje malejącą siłę nabywczą kapitału. Może być rozumiane dwojako: jako malejąca siła nabywczą kapitału ulokowanego w zakup danego instrumentu oraz jako nienadążanie dochodu z inwestycji za wzrastającymi kosztami utrzymania.

Ryzyko płynności wskazuje na trudność likwidacji inwestycji. Niektóre lokaty oznaczają się większą łatwością szybkiego wycofania kapitału, inne znacznie mniejszą. Dla inwestora możliwość wycofania zainwestowanych środków jest bardzo istotnym elementem w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W instrumenty finansowe cechujące się małą płynnością niechętnie będą inwestować gracze i spekulanci.

Kompilacja poszczególnych rodzajów ryzyka decyduje o ogólnym poziomie ryzyka decyzji inwestycyjnych. Inwestor, godząc się na wyższy poziom ryzyka, liczy na wyższy dochód z danej inwestycji. Wzrost dochodu stanowi premię za ryzyko.

Decyzje inwestycyjne wymagają systematycznej analizy rynku, uwzględniającej wpływ czynników zarówno makro-, jak i mikroekonomicznych. Niestety, nie ma zgodności co do sposobu estymacji ryzyka, zarówno wśród tych, którzy je szacują, jak i tych, którzy nim zarządzają²⁶.

Każda decyzja inwestycyjna, jak stwierdziliśmy wcześniej, wiąże się z ryzykiem. Przy wyborze akcji jako instrumentu finansowego, ryzyko polega na możliwości nie otrzymania dywidendy i zmiany kursu akcji na niższy. Wybierając nieruchomość inwestor ponosi ryzyko na etapie wyboru lokalizacji inwestycji, na etapie podejmowania decyzji co do rodzaju nieruchomości, czy określania warunków umów z przyszłymi użytkownikami. Od tych rozstrzygnięć zależy, czy inwestor osiągnie zakładany dochód i wzrost wartości kapitałowej nieruchomości oraz czy zaspokoi potrzebę prestiżu.

Jednemu i drugiemu towarzyszyć będzie świadomość ryzyka względnego, czyli ryzyka kosztów alternatywnych. Dokonując wyboru „niszy”, w której działa, zrezygnuje prawdopodobnie z innych alternatywnych rozwiązań, ale znajomość dochodów, jakie potencjalnie mógłby osiągnąć, będzie mu towarzyszyć przez cały czas.

²⁶ Por. N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management an Introduction*, op.cit.

Średni poziom ryzyka dla poszczególnych sektorów rynku nieruchomości jest zróżnicowany. Badanie G. Browna²⁷ wskazuje na następujące poziomy i rozpiętości średniego poziomu ryzyka w sektorze:

- biurowym – 0,03687,
- handlowym – 0,05657,
- przemysłowym – 0,04183.

Dla inwestora istotny jest relatywny poziom ryzyka decyzji inwestycyjnych w nieruchomości na tle innych instrumentów finansowych oraz różnica w poziomach ryzyka między poszczególnymi rodzajami nieruchomości. Wyższy poziom ryzyka musi zostać nagrodzony wyższą stopą zwrotu.

Świadomi, że ryzyko można różnie interpretować, zatrzymajmy się na przytoczonej wcześniej klasyfikacji, wyróżniające następujące rodzaje ryzyka: rynku, bankructwa, inflacji i płynności. W odniesieniu do inwestycji w nieruchomości, największy wpływ na ogólny poziom ryzyka ma ryzyko płynności. Jedną z głównych wad inwestowania w nieruchomości jest mała płynność, rozumiana jako trudność wejścia i wyjścia z rynku, czyli trudność w szybkim odzyskaniu zaangażowanego kapitału. Dużą płynność mają te aktywa, które można natychmiast sprzedać za cenę równą lub bliską ich wartości rynkowej. Nieruchomości uznawane są za aktywa o małej płynności. Brak płynności jest określany jako ekonomiczna „pięta Achilleśa” tego instrumentu finansowego²⁸. Inwestycje w nieruchomości wymagają znacznych kapitałów, zarówno na etapie zakupu (budowy), jak również na etapie użytkowania. Kapitałochłonność tego instrumentu finansowego powoduje relatywnie niewielką liczbę transakcji na rynku, co znacznie utrudnia znalezienie nabywcy.

Na tle innych lokat kapitałowych, inwestowanie w nieruchomości odznacza się umiarkowanym poziomem ryzyka (por. tab. 8.9 i 8.10). Nieruchomości cechuje najmniejsza płynność, relatywnie wysoki jest również poziom ryzyka rynku.

W cytowanej już książce Z. Komara²⁹, ryzyko rynku ocenione jest na 6–7 punktów, co sugeruje możliwość istotnego spadku wartości rynkowej. Źródłem obniżenia wartości są zmiany szeroko rozumianych warunków ekonomicznych. Obejmują one nie tylko spadek koniunktury gospodarczej, ale mogą oznaczać np. wzrost atrakcyjności innych form lokat kapitałowych.

Sytuację obrazującą wpływ omawianych czynników obserwowano w Polsce w okresie międzywojennym. Wraz z rozwojem rynku kapitałowego wzrastało zainteresowanie lokatami w papiery wartościowe. Spowodowało to spadek wartości aktywów ulokowanych w nieruchomości w portfelach profesjonalnych inwestorów, m.in. instytucji ubezpieczeniowych – w 1925 r. w nieruchomościach było ulokowanych 20,4% aktywów, podczas gdy w 1937 r. już tylko 17%³⁰.

²⁷ G. Brown, *Property Investment and the Capital Markets*, op.cit.

²⁸ J. Dasso, A.A. Ring, *Real Estate. Principles and Practices*, op.cit.

²⁹ Z. Komar, *Jak się robi pieniądze. O inwestowaniu, rynku i instrumentach finansowych*, op.cit.

³⁰ E. Kucharska-Stasiak, *Rynek nieruchomości w Polsce w okresie międzywojennym*, „Świat Nieruchomości” 1994, nr 6.

Tabela 8.9. Ryzyko instrumentów finansowych w skali od 1 do 10

Instrumenty finansowe	Minimalne inwestycje	Ryzyko			
		rynku	bankructwa	inflacji	płynności
Fundusze płynne	500–5 000	1	1	1	1
Obligacje rządowe	1 000–10 000	4–6	1	5	4
Pule powiernicze	1 000	4–6	4	5	6
Akcje	1 000	5–7	8	3	3
Nieruchomości	1 000–10 000	6–7	5	1	10
Złoto	1 000–25 000	5–7	2	1	3
Opcje	500–25 000	8–9	2	1	3

Źródło: na podstawie Z. Komar, *Jak się robi pieniądze. O inwestowaniu, ryzyku i instrumentach finansowych*, op.cit., s. 34.

Jednocześnie inne zjawiska, jak kryzys gospodarczy, a także nowe lub zmieniane akty prawne dotyczące mieszkalnictwa, powodowały silne wahania cen gruntu, z wyraźną tendencją malejącą (np. w latach 1925–1935 cena gruntu budowlanego spadła o jedną trzecią) oraz spadek wartości dochodowej nieruchomości miejskich, zwłaszcza prywatnych kamienic czynszowych³¹.

Podobny efekt obserwowaliśmy w Polsce na początku lat dziewięćdziesiątych. Kryzys gospodarczy zmniejszył ogólną zamożność społeczeństwa. Jednocześnie powstanie w 1991 r. giełdy papierów wartościowych oraz napływające informacje o jej dochodowości spowodowały przesunięcie zainteresowań inwestorów w tych kierunkach.

W latach 1990–1992 Polacy jeszcze chętnie dokonywali lokat bankowych i kupowali obcą walutę wymienną oraz zagraniczne samochody³². Od początku 1993 r. najpopularniejszą formą lokaty stały się akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw i banków. Zmalała ilość pieniędzy kierowanych na inwestycje w nieruchomości. Popyt na działki rekreacyjne, działki budowlane i mieszkania zmalał, kierując siłę nabywczą na rynek akcji – obroty na tym rynku, wynoszące w styczniu 1993 r. 321,2 mld zł, w czerwcu sięgnęły 4064 mld zł, a w grudniu 17 219,7 mld zł³³. W efekcie realne ceny nieruchomości zaczęły wykazywać tendencję malejącą. Przykładowo, cena 1 m² powierzchni mieszkania w styczniu 1992 r. w transakcji kupna-sprzedaży w Warszawie sięgała 5,0–9,4 mln zł, w styczniu 1993 r. wyniosła 4,5–11,0 mln zł przy poziomie inflacji około 40%, w drugiej połowie 1993 r. około 11 mln przy inflacji w skali roku powyżej 30%.

W latach 1994 i 1995, kiedy na rynku akcji zapanowała bessza, inwestorzy zainteresowali się rynkiem obligacji, zaś w końcu 1995 r. nieruchomościami, zwłaszcza z rynku nieruchomości mieszkaniowych, co wywołało gwałtowny wzrost ich cen.

³¹ Na rynek nieruchomości w tym okresie istotny wpływ wywarła ustawa o ochronie lokatorów. Zabrała ona podwyżek czynszów ponad poziom sprzed 1914 r. oraz ograniczała swobodę właściciela w dysponowaniu mieszkaniem w budynkach wybudowanych przed 1914 r. W efekcie komorne w tych domach wykazywało tendencję malejącą, co silnie zaczęło również oddziaływać na wysokość czynszu w domach nowo wybudowanych.

³² Por. m.in. J. Krajewski, *Samochody i nieruchomości*, „Gazeta Bankowa” 1991, nr 13.

³³ Patrz: „Gra na giełdzie” 1994, nr 2, s. 21.

Spadek aktywności gospodarczej pod koniec lat dziewięćdziesiątych negatywnie odbił się na rynku nieruchomości – spadła liczba transakcji, dowodząc spadku aktywności rynku. Dopiero od 2002 r. aktywność rynku nieruchomości rośnie. Inwestorzy chcieli wyprzedzić fazę ożywienia w gospodarce (wejście w którą analitycy przewidywali od 2003 r.), a także przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Rynek nieruchomości zaczął przyciągać kapitał, bowiem rynek papierów wartościowych był relatywnie mniej atrakcyjny. Rentowność obligacji drastycznie spadła: dwuletnich z 14% w 2001 r. do 7,9% w 2002 r., pięcioletnich z 12,5 do 7,9%, dziesięcioletnich z 10,7 do 7,3%³⁴. W 2002 r. wielkość kapitału zainwestowanego w nieruchomości komercyjne w Polsce przekroczyła czterokrotnie wielkość kapitału zainwestowanego w 2001 r., kapitał zainwestowany w ciągu czterech pierwszych miesięcy 2004 r. był wyższy niż w roku 2002³⁵.

Według szacunków Instytutu Rozwoju Miast na rynku nieruchomości w Polsce dokonuje się ponad ćwierć miliona transakcji na sumę ponad 20 mld zł rocznie. Pod względem ilości i wartości zawartych transakcji dominują transakcje gruntami i lokalami mieszkalnymi³⁶.

Lokaty w nieruchomości cechuje wysoki, ale w porównaniu z innymi lokatami, umiarkowany poziom bankructwa (por. tab. 8.9). Kapitał ulokowany w nieruchomościach jest bowiem zabezpieczony przed jego utratą. Ponadto, gdy funkcja użytkowa nie przynosi wystarczającego dochodu, inwestor może dążyć do zmiany sposobu wykorzystania nieruchomości.

Na skali ryzyka najmniejszy jego poziom wykazuje ryzyko inflacji – instrumentowi temu przyznano najniższą wartość 1. Dlatego ta cecha wydaje się być wielką zaletą inwestowania w nieruchomości.

Jak wykazały przytoczone poprzednio badania angielskie i amerykańskie, nieruchomości w długim okresie „broni się” przed inflacją. W Polsce, w latach 1989–1996, tego zjawiska w skali kraju nie obserwowano. Widoczna była tendencja odwrotna – nieruchomości relatywnie potaniały. Na początku omawianego okresu w Warszawie 1 m² p.u. mieszkania kosztował około 800 USD, na koniec tego okresu tylko 400–500 USD. Maleje cena 1 m² w przeliczeniu na liczbę średnich pensji – kilka lat temu na rynku warszawskim 1 m² stanowił równowartość 10–11 pensji, w 1996 r. – 2–3. Omawiany okres, tj. obejmujący lata 1989–1996, nie jest jednolity. Do jesieni 1993 r. ceny nieruchomości w przeliczeniu na złote polskie były w miarę ustabilizowane. Od jesieni, wraz z powstaniem możliwości uzyskania premii gwarancyjnej przy zakupie mieszkania na rynku wtórnym, ceny mieszkań zaczęły wzrastać. W Warszawie nadązały za inflacją, w innych miastach rosły w tempie wolniejszym³⁷. Na rynku warszawskim szczególnie silny wzrost cen mieszkań wystąpił w 1995 r. – średni roczny wzrost cen lokali mieszkalnych w dzielnicy Śródmieście, a więc dzielnicy najdroższej, ukształtował się na poziomie 39,5%, czyli prawie dwukrotnie przekroczył wskaźnik rocznej inflacji; w in-

³⁴ Dane Ministerstwa Finansów, luty 2004.

³⁵ Dane DTZ.

³⁶ Dane dotyczą 2004 r. Patrz: *Monitoring polskiego rynku nieruchomości w latach 1990–2004*, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2005, s. 34.

³⁷ Por. *Moje pieniądze '95. W co inwestować, jak płacić i nie płacić podatków*, praca zbiorowa, „Presspublica”, Warszawa 1994, s. 241–242.

nych dzielnicach wzrost był słabszy³⁸. Wraz ze spadkiem koniunktury gospodarczej, nieruchomości zaczęły tanieć. Ponowny wzrost cen ujawnił się w latach 2003–2004. Istotny wpływ wywarła obawa przed wzrostem cen po wejściu Polski do Unii Europejskiej.

Analizowany okres, tj. lata 1989–2004 był nietypowy, był bowiem okresem transformacji systemowej, w którym rynek nieruchomości dopiero powstawał. Ponadto, inwestowanie w nieruchomości jest inwestowaniem długookresowym. Skutki ochrony przed inflacją można ocenić dopiero w długim okresie, a spadek wartości w krótkim okresie może stanowić następstwo oddziaływania ryzyka rynku.

Z posiadaniem nieruchomości łączą się również inne rodzaje ryzyka, takie jak: ryzyko finansowe, prawne, polityczne, a także ryzyko najemcy. Ryzyko finansowe wynika z możliwości zaciągnięcia kredytu na finansowanie nieruchomości pod zabezpieczenie hipoteczne. Kredyt daje kredytodawcy przywilej roszczeniowy w przypadku niewypelnienia warunków spłaty długu. Inwestor musi liczyć się również z ryzykiem prawnym i politycznym, typowym dla danego miasta czy kraju – np. zmiana strefowa miasta, wprowadzenie kontroli czynszów, podniesienie opłaty za użytkowanie wieczyste czy nowe regulacje dotyczące podatku od nieruchomości. Inwestor musi liczyć się również z ryzykiem najemcy, który może okazać się nierzetelny, nie płacić czynszu czy nie dbać o stan techniczny obiektów, a nawet je dewastować.

Ryzyko jest zróżnicowane w obrębie rynku nieruchomości. Badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych ujawniają wyższe ryzyko lokat w nieruchomości gruntowe niezabudowane – por. tabela 8.10.

Tabela 8.10. Ryzyko różnych form inwestowania w skali od 1 do 10

Rodzaj inwestycji	Ryzyka							
	utrata kapi- tału	utrata docho- du	stopa procen- towej	słaby na- byw- czej	zarzą- dzania	ryn- kowe	płyn- ności	razem
Gotówka	2	10	2	10	1	2	1	28
Lokaty terminowe	2	2	4	7	2	2	4	23
Polisy ubezpieczeniowe	2	4	4	7	3	3	4	27
Obligacje przedsiębiorstw	4	3	8	4	6	6	6	37
Własne przedsiębiorstwo	9	4	4	4	10	4	6	41
Akcje	7	7	4	5	5	7	3	38
Nieruchomości zabudowane	3	4	3	2	6	4	7	29
Nieruchomości niezabudowane	3	9	2	2	4	6	7	33

Źródło: na podstawie R.H. Allen, *Real Estate Investment Strategy*, South-Western Publishing, Co., Cincinnati 1989, s. 28, cyt. za: M. So-
piński, *Inwestorzy instytucjonalni na rynku nieruchomości*, op.cit.

³⁸ Por. R. Witowski, *Warszawski rynek lokali mieszkaniowych w 1995 r. Rynek wtórny i nie tylko*, „Rzeczoznawca Majątkowy” 1996, nr 1, s. 26–27.

Na rynku nieruchomości tym wyższy jest poziom ryzyka, im silniejszy jest związek danego segmentu tego rynku z miejscem w cyklu koniunkturalnym. Mniejsze ryzyko inwestowania wystąpi w zakresie nieruchomości mieszkaniowych, rośnie ono dla inwestorów na rynku powierzchni biurowych, a następnie handlowych. Relatywnie najwyższe jest na rynku nieruchomości przemysłowych. Znajduje to odzworowanie w poziomach stóp w poszczególnych segmentach rynku nieruchomości. Bez względu na miejsce w cyklu koniunkturalnym funkcja mieszkaniowa musi być zaspokojona. Natomiast spadki aktywności w gospodarce zmniejszą wypełnienie nieruchomości biurowych, zmniejszą również popyt wewnętrzny ze strony gospodarstw domowych, osłabiając dochodowość powierzchni handlowych, drastycznie może też ulec korekcie popyt na dobra wytwarzane w powierzchniach przemysłowych, np. na samochody. Zmniejszy się popyt na montownie samochodów, zmniejszy się popyt na powierzchnie zajmowane przez salony dealerskie, spadną czynsze, spadnie wypełnienie, wzrośnie ryzyko osiągnięcia dochodów. Oznacza to, że nie ma bezpośredniego związku między wartością a dochodem³⁹.

Reasumując, inwestor musi być zatem świadomy ryzyka na rynku nieruchomości. Poziom tego ryzyka nie należy do najwyższych; jest oceniany jako średni, jest niższy niż przy akcjach, wyższy niż przy obligacjach⁴⁰, co znajduje również potwierdzenie w przeciętnej dochodowości nieruchomości (por. tab. 8.4 i 8.5).

8.2.8. Nieruchomość jako inwestycja aktywna, wymagająca zarządzania

Inwestor nabywający nieruchomość musi być świadomy, że wymaga ona – oprócz kapitału na etapie nabycia – również czasu, który jest potrzebny na zebranie i analizę danych z rynku, na prowadzenie negocjacji, a przede wszystkim na zarządzanie nią. W przypadku nieruchomości inwestor musi doglądać budynek, zbierać czynsz, podejmować decyzje dotyczące ulepszeń i restrukturyzacji, zaciągnięcia kredytu, podpisywania umów najmu. Nabywając inne instrumenty, np. akcje czy obligacje, inwestor zarządza nimi na etapie podejmowania decyzji sprzedaży czy akwizycji, ale w trakcie posiadania tych aktywów nie musi wykonywać codziennych działań.

Na rynku nieruchomości inwestor może zatrudnić zarządcę. Usługa ta nie zwolni go jednak z obowiązku zarządzania. Zarządca jest bowiem uprawniony jedynie do wypełniania czynności tzw. zwykłego zarządu, do których nie należą np. decyzje o ob-

³⁹ Związek między dochodem i wartością dostrzegany był od XVI wieku. Początkowo upatrywano proporcjonalną zależność: im większy dochód, tym większa wartość. Dochód przekształcony był w wartość za pomocą dominującej stopy procentowej. Nie było jeszcze rozwiniętego rynku nieruchomości, ze świadomie działającymi inwestorami. Dopiero jego rozwój, oddzielenie właściciela od użytkownika, spowodował wzrost świadomości o dochodowej funkcji nieruchomości oraz o możliwościach stymulowania tej dochodowości poprzez poszukiwanie alternatywnego czy najkorzystniejszego sposobu jej wykorzystania. Współczynnik, który przekształcał dochód w kapitał, w coraz większym stopniu zaczął być analizowany w ramach samego rynku nieruchomości. Por. M. Jackson, *The Gordon Growth Model and the Income Approach to Value*, „The Appraisal Journal”, styczeń 1994, s. 124–128.

⁴⁰ Z. Komar, *Sztuka inwestowania*, PRET, Warszawa 1994, s. 61–62.

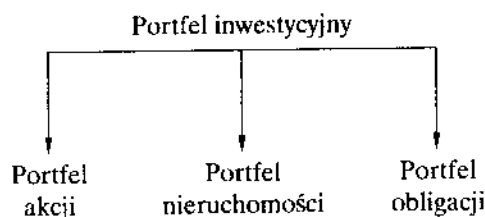
ciążeniu nieruchomości prawami osób trzecich, decyzje remontowe czy modernizacyjne. Zarządca przygotowuje budżety nieruchomości, czyli plany finansowe, sporządza sprawozdania finansowe dla właściciela. Oba te dokumenty muszą być przez właściciela zaakceptowane.

Zarządzanie wymaga czasu i wysiłku ze strony inwestora. Jeżeli inwestor nie będzie aktywnie zarządzał, lecz przyjmie bierny styl zarządzania, jego inwestycja może okazać się przestarzała i stracić na wartości⁴¹ (por. pkt 10.4).

8.2.9. Metody niwelowania wad nieruchomości jako przedmiotu inwestowania

Omawiane już wady nieruchomości jako inwestycji, takie jak niepodzielność, brak płynności i konieczność zarządzania, zachęciły do poszukiwania możliwości ich wyeliminowania. Inwestor poszukuje również sposobów zmniejszenia ryzyka. Przedstawimy dwie drogi niwelowania wad nieruchomości: pierwsza polega na tworzeniu portfela inwestycyjnego, druga na podziale nieruchomości na jednostki uczestnictwa.

Inwestorzy instytucjonalni, a także posiadający większe kapitały inwestorzy indywidualni, wybierając kierunki inwestowania, próbują łączyć najwyższy dochód z niskim poziomem ryzyka. Poszukują inwestycji zapewniających realizację omawianej strategii inwestycyjnej. Tworzą tzw. **portfel inwestycyjny**⁴² – por. rysunek 8.2.



Rysunek 8.2. Alokacja portfela

Źródło: opracowanie własne.

Portfel z definicji jest zbiorem inwestycji. Po raz pierwszy pojęcie portfela zostało zastosowane w odniesieniu do papierów wartościowych, następnie objęło również nieruchomości.

Portfel inwestycyjny może składać się z wielu instrumentów finansowych (por. rys. 8.2) lub z samych nieruchomości, obejmując różne ich rodzaje.

Lokowanie kapitału w różne instrumenty finansowe ma na celu zminimalizowanie ryzyka inwestycyjnego. Do właściwego zróżnicowania portfela są stosowane precyzyjne metody statystyczne. Najlepiej, gdyby dobór składu portfela następował na podstawie

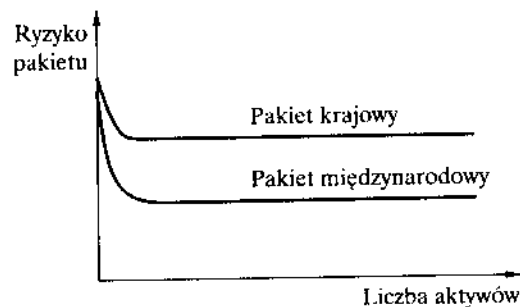
⁴¹ Por. m.in. E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zarządzanie nieruchomościami*, Instytut Nieruchomości, Łódź 2000.

⁴² Teoria portfela przedstawiona została w wielu publikacjach, m.in. K. Jajuga, T. Jajuga, *Jak inwestować w papiery wartościowe*, WN PWN, Warszawa 1994; M. Wierzbicki, *Analiza portfelowa*, MOTTE, Łódź 1995.

ujemnej korelacji stóp zwrotu indywidualnych lokat. Ma to zapewnić zróżnicowaną reakcję wartości instrumentów na zmiany w otoczeniu.

Włączenie wielu odpowiednio dobranych lokat prowadzi do redukcji ryzyka, często z jednoczesnym wzrostem stopy zwrotu portfela. Takie działanie nosi nazwę **dywersyfikacji portfela** (zróżnicowania portfela).

Konstrukcja optymalnego portfela inwestycyjnego nie prowadzi do zupełnego wyeliminowania ryzyka. Zmniejszeniu ulega ryzyko specyficzne, związane z poszczególnymi jego składnikami. Nie można uniknąć ryzyka systematycznego, charakterystycznego dla rynku, z którego pochodzą składniki portfela. Próba redukcji tego rodzaju ryzyka może nastąpić poprzez konstrukcję portfeli międzynarodowych (por. rys. 8.3) lub konstrukcję portfeli składających się z aktywów z nowych rynków inwestycyjnych, nieskorelowanych lub nieznacznie skorelowanych między sobą. Dążenie do obniżenia ryzyka systematycznego zaowocowało włączeniem aktywów materialnych, w tym głównie nieruchomości.



Rysunek 8.3. Redukcja ryzyka poprzez inwestycje międzynarodowe

Źródło: opracowanie własne.

Próby uwzględnienia nieruchomości w teorii portfela mają już prawie pięćdziesięcioletnią tradycję⁴³. Nieruchomość, jako składnik portfela, ma niewątpliwie trzy zalety.

- Stopy zwrotu z nieruchomości wykazują niską korelację ze stopami zwrotu z akcjami i obligacjami, co implikuje możliwość dywersyfikacji portfela, zawierającego te lokaty (por. tab. 8.7). Niska korelacja między stopami zwrotu składników portfela powoduje zmniejszenie całkowitego ryzyka portfela lokat.

- Występuje dodatnia korelacja między dochodami a wskaźnikami cen artykułów konsumpcyjnych, co wskazuje na możliwość ochrony przed inflacją w portfelu, zawierającym inwestycje nieruchomościowe (por. rys. 8.1).

- Zwroty z nieruchomości odznaczają się niższym odchyleniem standardowym niż zwroty z papierów wartościowych, co oznacza, że dochodowość nieruchomości charakteryzuje się większą przewidywalnością. Ogólna pewność, związana ze spodziewanymi zwrotami z nieruchomości, jest większa niż związana z akcjami zwykłymi (por. tab. 8.6).

Cechy te spowodowały, że umieszczenie nieruchomości w portfelu jest postrzegane jako sposób na obniżenie ryzyka oczekiwanej stopy zwrotu całości portfela. Jednak

⁴³ Por. m.in. K. Hassen, *Real Estate in the Theory of Finance*, „The Real Estate Appraiser and Analyst” wiosna 1990.

zastosowanie klasycznej teorii portfela na tym obszarze napotyka wiele trudności⁴⁴, wynikających z:

- trudności w kalkulacji stopy zwrotu i ryzyka,
- trudności w spełnieniu założeń teorii portfela,
- małej płynności nieruchomości.

Kalkulacja stopy zwrotu i ryzyka jest utrudniona głównie z powodu braku wystarczająco dokładnych informacji o cenach transakcyjnych. Uniemożliwia to budowę tzw. indeksu rynku i ocenę stopnia ryzyka inwestycji, wpływu inwestycji w nieruchomości na stopę zwrotu oraz ryzyko całego portfela, złożonego z różnych aktywów.

Dodatkowym ograniczeniem jest niska efektywność rynku, co przejawia się w powolnym uwzględnieniu nowo pojawiających się informacji o cenach (por. pkt 2.2). Utrudnia to ocenę oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka aktywów, co uniemożliwia dokładne określenie wpływu inwestycji w nieruchomości na stopę zwrotu i ryzyko całości portfela. Stanowi to istotne utrudnienie zarówno w wykorzystaniu nieruchomości jako inwestycji portfelowych, jak i zastosowaniu teorii portfela jako narzędzia podejmowania decyzji na rynku nieruchomości.

Drugą przeszkodą jest niespełnienie niektórych założeń portfela. Najważniejszym odstępstwem jest niepodzielność nieruchomości (por. pkt 1.2). Teoria portfela zakłada, że aktywa są całkowicie podzielne, co umożliwia konstrukcję portfela złożonego z dokładnie ustalonej liczby poszczególnych składników. W przypadku nieruchomości nie jest również spełnione drugie założenie portfela, które dotyczy rozkładu stopy zwrotu portfela. Założenie to zakłada, że stopa zwrotu ma rozkład normalny. Przy dużej wartości nieruchomości, ich niewielka liczba w portfelu nie może zapewnić rozkładu normalnego. Ponadto na rynku nieruchomości nośnikiem ryzyka nie jest tylko – jak to zakłada teoria portfela – zmienność stopy zwrotu. Na rynku nieruchomości inwestorzy muszą rozważać ryzyko lokalizacji, ryzyko prawne, ryzyko najemcy, zarządcy itp.

Trudność zastosowania teorii portfela do nieruchomości wiąże się również z ich małą płynnością. Mała płynność nieruchomości, przejawiająca się w długim okresie potrzebnym do wycofania z inwestycji, utrudnia wycenę aktywów. Wartość jest określana na daną datę na podstawie wyników dużo wcześniej zawartych transakcji. Mała płynność wprowadza groźbę powstania ryzyka wymuszonej sprzedaży, co jest niezgodne z definicją wartości rynkowej (por. pkt 5.2). Brak płynności utrudnia wycenę aktywów, wpływając tym samym niekorzystnie na oczekiwaną stopę zwrotu.

Trudno jest wykorzystać teorię portfela do bieżącego zarządzania ryzykiem, niemożliwa jest bowiem szybka sprzedaż lub szybkie kupno, transakcje wymagają nie tylko czasu, ale są również kosztowne.

Pomimo tych ograniczeń trwają prace nad modyfikacją założeń teorii portfela, umożliwiającą rozszerzenie jego zastosowania na aktywa nieruchomościowe⁴⁵. Najwię-

⁴⁴ Por. K. Marchlewski, *Teoria portfela a ryzyko inwestowania*, praca doktorska, Uniwersytet Łódzki 1998 (maszynopis); K. Marchlewski, *Nieruchomość jako składnik portfela inwestycyjnego*, [w:] E. Kucharska-Stasiak (red.), *Inwestowanie w nieruchomości*, Instytut Nieruchomości Valor, Łódź 1999.

⁴⁵ G. Vos, *International Real Estate Portfolio*, [w:] *Urban Regeneration Property Investment and Development*, Spon, London 1993.

kszym atutem nieruchomości jako składnika portfela jest ich słaba korelacja z rynkiem papierów wartościowych.

Próbą przełamania wad nieruchomości, takich jak niepodzielność czy mała płynność, jest **inwestowanie pośrednie** (por. pkt 8.2.1). Polega ono na zakupie udziałów czy certyfikatów lub nabyciu papierów wartościowych. Prawo własności do puli nieruchomości zostaje podzielone między wielu inwestorów. Pozwala to włączyć wiele instytucji i prywatnych inwestorów do inwestowania na rynku nieruchomości. Między jednostkami uczestnictwa a tradycyjną współwłasnością występują pewne różnice. Polegają one na skali procesu i motywacji. Przy tradycyjnej współwłasności nieruchomość zostaje podzielona między ludzi lub organizacje, które znają się wzajemnie. Stosunek między stronami jest określony za pomocą umowy prawnej i nie ma możliwości dalszego rozszerzenia własności na dużą grupę lub indywidualnych inwestorów.

Jednostki uczestnictwa rozwinęły się w Stanach Zjednoczonych dzięki powstaniu w XIX wieku **funduszy inwestycyjnych**, inwestujących w nieruchomości (*Real Estate Investment Trusts* – REITs), które są rodzajem zamkniętych funduszy inwestycyjnych. Kapitał inwestycyjny jest generowany poprzez emisję papierów wartościowych lub jednostek uczestnictwa i ich sprzedaż. Działają na specjalnych prawach podatkowych – są zwolnione z federalnego podatku dochodowego, jeżeli m.in. 75% swojego dochodu osiągają z inwestycji w nieruchomości w postaci czynszów, odsetek z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych i sprzedaży inwestycji, a jednocześnie 95% zysków wypłacają w postaci dywidend⁴⁶.

REIT nie może posiadać nieruchomości przeznaczonych głównie na sprzedaż w trakcie prowadzenia działalności. Celem ich działania jest przysporzenie zysku inwestorom poprzez wzrost wartości nieruchomości w portfelu i wzrost dochodu z zarządzanych nieruchomości. Nie więcej niż 25% wartości aktywów może być ulokowanych w papiery wartościowe.

Udziały REIT są sprzedawane i kupowane podobnie jak akcje, co oznacza, że cechuje je duża zbywalność. Ta cecha wyraźnie wyróżnia ten rodzaj inwestowania od innych rodzajów inwestycji bezpośrednich w nieruchomości.

Oprócz zalet, REIT mają również wady – ich dochodowość jest bardzo zmienna, gdyż przepisy podatkowe wymuszają na funduszach dystrybucję zysków, aby mogły one utrzymać swoje przywileje podatkowe. Dlatego też fundusze te nie będą dobrą inwestycją dla osób poszukujących stałego i stabilnego źródła dochodów.

W grupie tych funduszy wyraźnie wyodrębniły się fundusze kapitałowe i fundusze hipoteczne. Fundusze kapitałowe posiadają nieruchomości, które wynajmują innym firmom, fundusze hipoteczne zaś udzielają kredytów funduszom kapitałowym na zagospodarowanie terenów pod nieruchomości i finansowanie budowy nowych obiektów. Drugi rodzaj funduszy może okazać się bardziej dochodowy, ale jest związany z relatywnie większym ryzykiem przedsięwzięć inwestycyjnych.

Niezależnie od przedstawionej klasyfikacji występują również REIT o określonej długości życia, zwane FREITs (*Finite Real Estate Investment Trusts*). Ich aktywa są likwidowane po upływie wyznaczonego okresu.

⁴⁶ Por. m.in. H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, op.cit., J.C. Franics, R.W. Taylor, *Podstawy inwestowania*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 152.

Rynek jednostek uczestnictwa rozwija się nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale również w wielu innych krajach, np. w Australii i w Wielkiej Brytanii.

Innym przykładem inwestowania pośredniego jest nabywanie papierów wartościowych, których podstawą emisji są wierzytelności hipoteczne (por. rozdz. 7). Na rynku europejskim papiery wartościowe, emitowane przez banki hipoteczne, noszą nazwę **listów zastawnych**. Udział listów zastawnych w europejskim rynku papierów dłużnych na koniec 2002 r. wyniósł blisko 17%⁴⁷. Z uwagi na koszty emisji są one skierowane do inwestorów instytucjonalnych.

Lokowanie w nieruchomości może przybrać również postać nabywania akcji spółek inwestujących w nieruchomości. Spółki te utrzymują w posiadaniu nieruchomości, traktując je bądź jako lokatę (*property investment companies*)⁴⁸ bądź prowadzą działalność deweloperską (*property development companies*)⁴⁹.

8.3. Inwestorzy na rynkach nieruchomości

Grupa inwestorów inwestujących na rynku nieruchomości jest bardzo zróżnicowana. Różnią ich cele inwestowania, skłonność do podejmowania ryzyka, oczekiwanie co do rocznej stopy zwrotu czy długości zaangażowania kapitału na rynku nieruchomości. Różnią się oni także pod względem źródeł pochodzenia środków finansowych i kierunków inwestowania. Klasyfikację inwestorów na rynkach kapitałowych można przeprowadzić stosując wiele kryteriów⁵⁰. Jednym z nich jest charakter dokonywanych lokat i pochodzenie inwestowanych środków. Kryterium to umożliwia podział inwestorów na instytucjonalnych i indywidualnych (por. pkt 2.3).

Inwestorów instytucjonalnych definiuje się jako instytucje finansowe, pośredniczące w lokowaniu na rynkach finansowych oszczędności osób fizycznych i spółek spoza sektora finansowego. Ich statutowym obowiązkiem jest reinwestowanie tych środków w sposób profesjonalny. Najważniejszymi przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych są zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne.

Ze względu na dużą kapitałochłonność inwestycji w nieruchomości, decydujące znaczenie na tym rynku ma inwestor instytucjonalny. Wśród nich największą aktywność przejawiają zakłady ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Udział nieruchomości w portfelach lokat tych inwestorów w wybranych krajach Europy przedstawia rysunek 8.4.

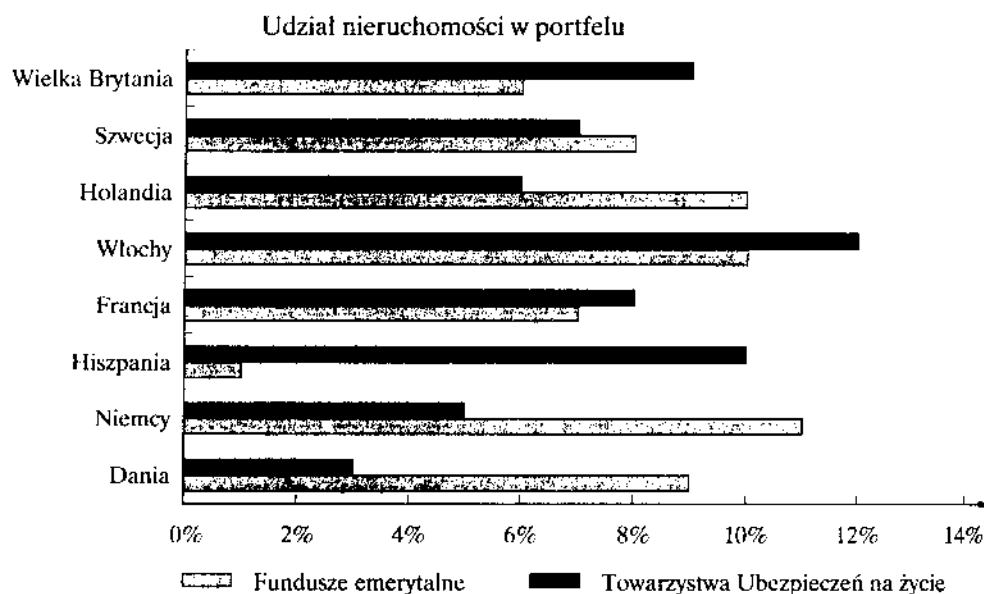
Wśród **zakładów ubezpieczeniowych** można wyróżnić zakłady specjalizujące się w zakresie ubezpieczeń ogólnych (ubezpieczeń od ognia, morskich, drogowych czy lotniczych) i w ubezpieczeniach długoterminowych (ubezpieczenia na życie, zdrowotne czy emerytalne).

⁴⁷ B. Półtorak, *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, CEDEWU.PL, Wyd. Fachowe, Warszawa 2005, s. 95.

⁴⁸ Przykładem takich spółek są REITs.

⁴⁹ Por. M. Brett, *Świat finansów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992, s. 218–219.

⁵⁰ Por. M. Sopiński, *Inwestorzy na rynkach nieruchomości*, [w:] E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zachodnie rynki nieruchomości*, Twigger, Warszawa 2004, s. 85–87.



Rysunek 8.4. Przeciętny udział nieruchomości w portfelach lokat inwestorów instytucjonalnych w wybranych krajach Europy (1994)

Zródło: na podstawie materiałów Komisji Unii Europejskiej (1997), za: Urban Institute Consortium, *Ryzyko związane z kredytowaniem nieruchomości komercyjnych*, The Urban Institute, KiN, Kraków 1998 [w:] E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zachodnie rynki nieruchomości*, op.cit., s. 119.

W gospodarce finansowej każdego ubezpieczyciela istotną rolę odgrywają lokaty. Stanowią liczące się źródło wyrównywania negatywnych wyników w działalności ubezpieczeniowej.

Teoria lokat ubezpieczeniowych kieruje się pewnymi zasadami, do których należą⁵¹:

- 1) bezpieczeństwo – ubezpieczyciel dąży do tego, aby minimalizować prawdopodobieństwo utraty kapitału,
- 2) rentowność, która ma zapewnić co najmniej utrzymanie realnej wartości kapitału,
- 3) płynność, której miarą jest czas niezbędny do zamiany lokaty na gotówkę,
- 4) konieczność dywersyfikacji portfela, czyli jego zróżnicowania, zapewniającego minimalizację ryzyka specyficznego.

Inwestowanie w nieruchomości pozwala osiągnąć trzy z czterech wymienionych zasad – zapewnia bezpieczeństwo, rentowność i umożliwia zredukowanie ryzyka portfela poprzez jego dywersyfikację. Chroniąc kapitał przed inflacją, nieruchomości jest szczególnie korzystna dla zabezpieczenia długoterminowych pasywów funduszy i firm ubezpieczeniowych na życie. Stabilność i niska korelacja osiąganych dochodów z nieruchomości z dochodami z akcji czy obligacji czyni z niej właściwą inwestycję do dywersyfikacji portfeli zdominowanych przez papiery wartościowe.

⁵¹ Por. J. Łazowski, *Wstęp do nauki o ubezpieczeniach*, Nakładem Powszechnego Zakładu Ubezpieczeń Wzajemnych, Warszawa 1948, s. 147–158.

Dlatego też polityka lokacyjna ubezpieczycieli jest uzależniona nie tylko od czynników o charakterze zewnętrznym, jak np. normy prawne określające kierunek lokat, normy podatkowe, sytuacja gospodarcza i polityczna, poziom rozwoju i efektywność rynku papierów wartościowych, tendencje zmiany stopy procentowej i czynszów, ale także czynników wewnętrznych, jak np. wielkość zakładu, sytuacja finansowa czy długofalowe określenie celów. Przy wysokim poziomie i tendencjach wzrostowych stóp procentowych, ubezpieczyciele chętniej kierują kapitały w długoterminowe wierzytelności (np. obligacje czy kredyty o zabezpieczeniu hipotecznym). Niskie stopy procentowe zachęcają do lokowania w nieruchomościach i akcjach. Również napięcia inflacyjne kierują uwagę ubezpieczyciela na rynek nieruchomości.

Zakłady ubezpieczeniowe, choć są własnością prywatną, mają charakter instytucji publicznych, realizują bowiem strategiczne cele społeczne państwa. Nieprawidłowości w ich funkcjonowaniu wywołują konkretne skutki w postaci obciążenia budżetu wydatkami socjalnymi⁵². Dlatego też większość państw ingeruje nie tylko w rozmiary składek, ale również w kierunki inwestowania, nie dopuszczając, aby klienci tych zakładów (jak również funduszy emerytalnych) ponieśli straty.

Dlatego też w wielu krajach narzuca się ograniczenia co do wyboru instrumentów lokacyjnych, a udział poszczególnych lokat nie może przekroczyć ustalonych limitów. Przykładowo, we Francji udział nieruchomości w portfelu lokat zakładów ubezpieczeń nie może przekroczyć 40%, w Japonii 20%, w Kanadzie 10%, w Niemczech 25%⁵³.

Obowiązujące w Polsce normy prawne – na wzór rozwiązań zachodnich – nakładają na przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe działające w Polsce ograniczenia w swobodnym wyborze kierunków inwestowania. Ustawa o działalności ubezpieczeniowej z 28 lipca 1990 r.⁵⁴ dała różnorodne możliwości lokowania funduszy ubezpieczeniowych, wprowadzając ograniczenia w kształtowaniu się portfela inwestycyjnego – w akcjach i funduszach powierniczych ubezpieczyciel może lokować 30% funduszu ubezpieczeniowego, w pożyczkach zabezpieczonych hipotecznie i nieruchomościach nie więcej niż 25%, przy czym udział lokat w jednej nieruchomości nie może przekraczać 5% funduszu ubezpieczeniowego, również udział lokat w pożyczkach zabezpieczonych hipotecznie nie może przekraczać 5% funduszu; udział lokat w pożyczce nie może przekraczać 50% wartości nieruchomości hipotecznej. Zmiany w regulacjach prawnych dotyczących działalności zakładów ubezpieczeń, obowiązujące od 1 stycznia 2004 r.⁵⁵, utrzymała łączny limit na poziomie 25% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych zakładów, włączając w to nieruchomości, certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych nieruchomościowych oraz pożyczki zabezpieczone hipotecznie.

W krajach o wysoce rozwiniętych rynkach finansowych inwestorom instytucjonalnym pozostawia się swobodę działania, kierując się zaufaniem do ich doświadczenia inwestycyjnego. W miejsce ustalonych limitów stosowana jest zasada rozważnego inwestowania (*prudent man rule*), zakładająca, że w interesie inwestora jest racjonalna

⁵² Por. A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 1991, s. 75–76.

⁵³ Szerzej: M. Sopiński, *Inwestorzy na rynkach nieruchomości*, op.cit., s. 88–89.

⁵⁴ Powyższa ustawa była wielokrotnie nowelizowana. Por. Dz.U. z 1990 r., nr 59, poz. 344; Dz.U. z 1993 r., nr 5, poz. 21 i nr 44, poz. 201; Dz.U. z 1994 r. nr 4, poz. 17 i nr 121, poz. 591; Dz.U. z 1995 r., nr 96, poz. 478.

⁵⁵ Ustawa z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. z 2003 r., nr 124, poz. 1.

polityka inwestycyjna, która stanowi skuteczne narzędzie marketingowe, przyciągające klientów⁵⁶. Przykładowo, brak prawnych ograniczeń w działalności lokacyjnej zakładów ubezpieczeniowych występuje w Wielkiej Brytanii.

Pomimo że w większości przypadków dozwolone maksimum ilościowe dla lokat w poszczególne klasy aktywów zostało ustalone na wysokim poziomie, w niektórych krajach limity te mogą hamować efektywne zarządzanie powierzonych środków. Dlatego też wiele krajów OECD rozważa zmiany regulacji dotyczących praktyki lokacyjnej inwestorów instytucjonalnych.

Znaczna część polis ubezpieczeniowych na życie stanowi dla ich posiadaczy formę długoterminowych inwestycji kapitałowych. Oznacza to, że kontrakty są wieloletnie, można przewidzieć zarówno kwoty wpływów, jak również – ze względu na daty zapadalności oraz statystyczną przewidywalność – wielkość wypłaconej gotówki. Wymóg płynności nie jest duży, zwłaszcza gdy zakład poszerza swoją działalność i może regulować zobowiązania z wpływających środków i dochodów z inwestycji. Inwestycje te, w większym zakresie niż w przypadku innych zakładów ubezpieczeniowych, mają charakter długoterminowy, dlatego też ich zainteresowanie nieruchomościami jest relatywnie większe. Instytucje te mają długą tradycję inwestowania w nieruchomości⁵⁷.

Badania struktury lokat, przeprowadzone w latach 1975–1985 w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Japonii, Wielkiej Brytanii, Republice Federalnej Niemiec, Francji, Holandii, Szwecji, Belgii, Włoszech i Szwajcarii wykazały, że w 1974 r. w wymienionych krajach łączny udział nieruchomości w lokatach firm ubezpieczeniowych na świecie wyniósł 7,7%. W latach osiemdziesiątych, w związku z kryzysem na rynku nieruchomości, udział nieruchomości zaczął wykazywać spadek – w 1985 r. wyniósł tylko 7,1%⁵⁸.

Związek tych instytucji z rynkiem nieruchomości jest szerszy. Ich udział nie ogranicza się jedynie do inwestycji bezpośrednich, lokują one również w papiery wartościowe emitowane na bazie udzielonych kredytów hipotecznych. Udział lokat „w hipotecę” wyniósł 28,2% w 1975 r.; w następnych latach wykazał spadek – w 1985 r. wyniósł 18%. Łączne zaangażowanie tych instytucji na rynku nieruchomości wyniosło odpowiednio 35,9% i 25,1% ich lokat, przy czym w poszczególnych krajach występuje znaczne ich zróżnicowanie. Największe zainteresowanie lokatami hipotecznymi występuje w Kanadzie i w Stanach Zjednoczonych. W Kanadzie udział hipoteki wyniósł 34,8% i 27% w badanym okresie, w Stanach Zjednoczonych 27,1% i 17%.

W ostatnich latach również w krajach Europy Zachodniej towarzystwa ubezpieczeniowe odchodzą od aktywów wymagających dużego kapitału; przechodzą w kierunku aktywów płynnych, o małych wymaganiach kapitałowych – por. tab. 8.11. Spadek lokat ma jedynie charakter udziałowy, ponieważ w wartościach bezwzględnych wartość inwestycji na rynku nieruchomości wykazała wzrost. Ale spadek udziału lokat związanych z nieruchomościami został wywołany w ostatnich latach wyższą dochodowością akcji, a także przekonaniem, że osiągnięty poziom zainwestowanego kapitału w nieru-

⁵⁶ M. Sopiński, *Inwestorzy na rynkach nieruchomości*, op.cit., s. 88.

⁵⁷ N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management an Introduction*, op.cit., s. 75–76.

⁵⁸ Por. *Kształtowanie się lokat ubezpieczeniowych w krajach kapitalistycznych w latach 1975–1985*, „Sigma” 1987, nr 12.

Tabela 8.11. Struktura lokat firm ubezpieczeniowych w krajach Europy Zachodniej (w %)

Kraje	Nieruchomości	Akcje	Papiery wartościowe i pożyczki	Depozyty	Inne
Belgia	3,8	19,6	72,4	3	1,2
Dania	2,7	29,5	62,2	0,6	5,0
Francja	7,0	14,9	76,1	1	1,1
Niemcy	4,4	23,2	71,7	1	0,2
Szwecja	5,8	42,2	50,5	1	0,4
Szwajcaria	10,2	22,6	59,5	5,2	2,2
Wielka Brytania	6,2	51,4	3,0	1,9	6,5
Średnia	5,7	29,1	60,9	2,0	2,3
Polska	4,39	19,87	60,38	13,5	1,86

Źródło: na podstawie Raportu PUNU za rok 1997. Dane z roku 1996.

chomości – ze względu na konieczność zarządzania nimi i ich małą płynność – jest wystarczający⁵⁹.

Rozwój sektora ubezpieczeniowego jest uzależniony od rozwoju gospodarczego kraju. Wyższemu poziomowi rozwoju towarzyszy wyższy poziom usług ubezpieczeniowych, a także wyższy udział lokat w składnikach brutto. Nic dziwnego, że w Polsce udział lokat w składkach jest relatywnie niewielki, chociaż wykazuje wzrost. Również udział lokat w nieruchomościach kształtował się na niewysokim poziomie – około 5% (w 1994 r.)⁶⁰. Udział ten na przestrzeni ostatnich lat systematycznie spadał: w 1995 r. wyniósł 5,63%, w 1996 r. – 4,39%, a w 1997 r. – 3,43%, w 2000 r. – 2,36% i w 2003 r. tylko 0,55%⁶¹. W strukturze portfela nieruchomości dominujący udział mają budynki i budowle – 63% w latach 2001–2002, na drugim miejscu plasują się grunty⁶². Kapitały firm są jeszcze za małe, a być może rynek nieruchomości nie jest dla tych inwestorów wystarczająco atrakcyjny.

Drugim – obok firm ubezpieczeniowych – inwestorem instytucjonalnym są **fundusze emerytalne**. Fundusze te są tworzone ze składek pracownika i pracodawcy. Wobec szybkiego rozwoju funduszy emerytalnych, roczny wpływ składek i dochodów z inwestycji pozwala pokryć nie tylko zobowiązania emerytalne, ale również przeznaczyć część funduszy na działalność inwestycyjną. Inwestycje w nieruchomości stanowią

⁵⁹ Por. m.in. S. Lee, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych*, [w:] *Brytyjski rynek budowlany i nieruchomości jako przykład dla Polski*, Referaty seminaryjne, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1994.

⁶⁰ Por. Wyniki sektora ubezpieczeniowego za 1994 r., „Rzeczpospolita” z 20–21 maja 1995 r.

⁶¹ Por. T. Czerwińska, *Nieruchomość w portfelach inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń w Polsce*, [w:] *Współczesne kierunki inwestowania – formy i efekty*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2005, s. 61–77.

⁶² *Ibidem*, s. 66–67.

zyciągające
jnej zakła-

e dla lokat
niektórych
lków. Dla-
lokacyjnej

aczy formę
ieloletnie,
daty zapa-
ci. Wymóg
że regulo-
estycje te,
mają cha-
i jest rela-
kości⁵⁷.

ach Zjed-
Niemiec,
74 r. w wy-
zeniowych
na rynku
r. wyniósł

nie ogra-
ty warto-
kat „w hi-
985 r. wy-
wyniosło
występuje
nymi wy-
ti wyniósł

ubezpie-
w kierun-
padek lo-
wartość
t związa-
dowością
w nieru-

przeciętnie około 5–10% portfeli⁶³. Stanowią narzędzie dywersyfikacji ryzyka. Nieruchomość występuje głównie w portfelach inwestycyjnych dużych funduszy emerytalnych. Badania przeprowadzone w Wielkiej Brytanii potwierdziły, że wielkość pojedynczego funduszu lub towarzystwa ubezpieczeniowego ma zasadnicze znaczenie dla inwestowania w nieruchomości. Ten kierunek inwestowania przyjmują instytucje, których aktywa przekraczają 100 mln funtów. Gdy wartość aktywów przekracza 100 mln funtów, instytucje te inwestują również w nieruchomości za granicą⁶⁴.

Drugą przyczyną, wyjaśniającą niewielki udział nieruchomości w portfelach funduszy emerytalnych, jest strategia inwestowania. Niektóre badania wykazują, że w rzeczywistości fundusze emerytalne są zainteresowane maksymalizacją zysku w krótkim okresie. Nie bez znaczenia na ich decyzje inwestycyjne pozostaje fakt, że fundusze te są związane z konkretnymi gałęziami przemysłu. Upadek gałęzi może oznaczać wcześniejszą wypłatę emerytur. Może to przemawiać przeciwko inwestowaniu w nieruchomości, które są inwestycją długookresową.

Trzecią przyczyną jest brak własnych doświadczeń w inwestowaniu. Większość funduszy emerytalnych powierza decyzje inwestycyjne menedżerom z zewnątrz, którzy znają się na lokatach finansowych, ale mają niewielkie doświadczenie w zakresie inwestowania w nieruchomości⁶⁵.

W świetle brytyjskich badań, prowadzonych przez Bank Danych o Nieruchomościach Inwestycyjnych, w portfelach tego inwestora dominowały w 1991 r. biura (45,2%), sklepy (18,0%) i centra handlowe (14,6%). Rozkład portfela zależy od wielu czynników: od wielkości funduszu, jego historii i funkcji.

Lokaty funduszy emerytalnych cechuje podobna tendencja, jak lokaty firm ubezpieczeniowych. Udział nieruchomości – z wcześniej podanych przyczyn – wykazuje spadek (por. rys. 8.5).

Przeprowadzone badania w grudniu 2002 r. przez Instytut Aberdeen Property Investors wykazują, że ponownie wzrasta zainteresowanie ubezpieczycieli i funduszy emerytalnych inwestowaniem w nieruchomości – doradcy inwestycyjni zatrudnieni w tych instytucjach szacują wzrost udziału lokat w nieruchomości do 10% składu ich portfeli⁶⁶.

W krajach, w których program emerytalny jest sterowany przez administrację państwową, składki emerytalne nie są inwestowane, lecz traktowane przez rząd jako część ogólnych dochodów państwa, a świadczenia emerytalne stają się składnikami bieżących wydatków budżetowych. W tych krajach, a do nich należała Polska, struktura inwestorska na rynku nieruchomości jest osłabiona z powodu braku silnych funduszy emerytalnych.

Fundusze emerytalne w Polsce rozpoczęły swoją działalność pod koniec lat dziewięćdziesiątych. Ich funkcjonowanie reguluje ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁶⁷. Niestety, polski ustawodawca pominął nieruchomości jako bezpośredni kierunek lokat. Wolno im inwestować pośrednio: w cer-

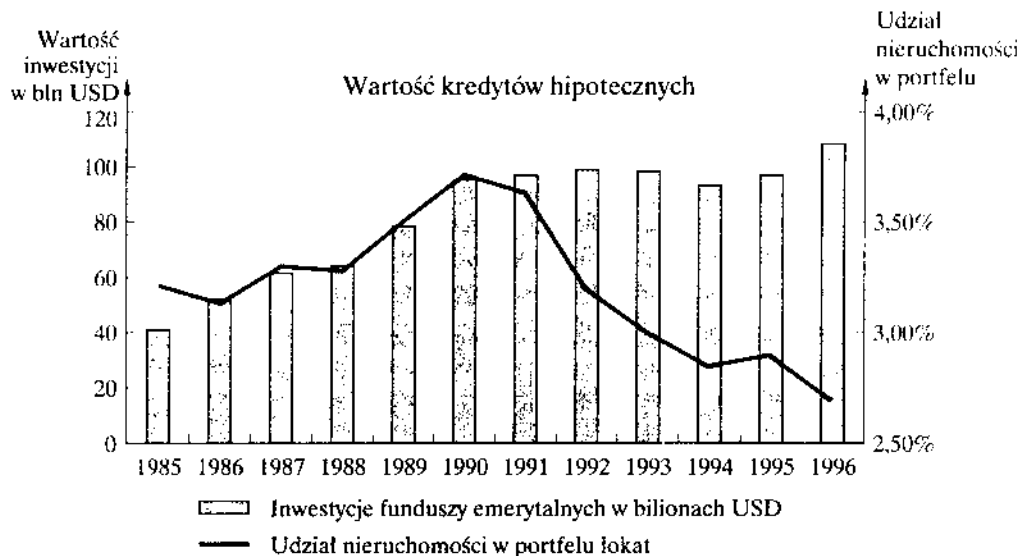
⁶³ M. Sopiński, *Inwestorzy na rynkach nieruchomości*, op.cit., s. 113.

⁶⁴ W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit.

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ M. Sopiński, *Inwestorzy na rynkach nieruchomości*, op.cit., s. 126.

⁶⁷ Dz.U. z 1997 r., nr 139, poz. 934.



Rysunek 8.5. Trendy zmian wielkości inwestycji amerykańskich funduszy emerytalnych na rynkach nieruchomości i udziału nieruchomości w ich portfelach inwestycyjnych w latach 1985–1996.

Źródło: na podstawie M. Sopinski, *Inwestorzy na rynkach nieruchomości*, op.cit., rys. 30.

tyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte i w listy zastawne. Oznacza to, że struktura inwestorska polskiego rynku nieruchomości zostaje osłabiona z powodu braku tego inwestora instytucjonalnego na rynku lokat. Rozwój funduszy emerytalnych w Polsce przyczynia się jedynie pośrednio do rozwoju tego rynku – wystąpią one jako uczestnicy rynku najmu.

Inwestorem na rozwiniętych rynkach nieruchomości są również **fundusze inwestycyjne**. Większość z nich koncentruje się na inwestowaniu w papiery wartościowe, niektóre w nieruchomości. Sposób działania obu grup funduszy jest podobny. Różnią się przedmiotem lokat. Fundusze inwestujące w nieruchomości działają na trudniejszym, wysoce niedoskonałym rynku, posiadane przez nie aktywa są mało płynne, co oznacza, że są one uważane za bardziej ryzykowne.

W Stanach Zjednoczonych fundusze inwestycyjne nieruchomości (*Real Estate Investment Trusts*) są bardzo popularnym obszarem inwestowania pośredniego. Kapitał zbierany jest od dużej liczby inwestorów w drodze emisji i sprzedaży papierów wartościowych lub jednostek uczestnictwa (por. pkt 8.2.9.). Wykorzystywany jest on najczęściej w celu nabycia nieruchomości (trust kapitałowy) bądź finansowania zakupów nieruchomości poprzez udzielenie pożyczek zabezpieczonych na hipotece (trust hipoteczny). W pierwszym przypadku źródłem dochodów dla inwestorów są dochody z nieruchomości w formie czynszów, w drugim odsetki z tytułu udzielanych pożyczek zabezpieczonych hipotecznie. W 2003 r. odnotowano około 170 REITs notowanych w obrocie publicznym, kapitalizacja rynkowa przekroczyła 224 mld USD⁶⁸.

⁶⁸ M. Załączna, *Funkcjonowanie rynków nieruchomości w wybranych krajach*, [w:] *Zachodnie rynki nieruchomości*, op.cit., s. 153.

Początek tworzenia funduszy nieruchomości na europejskim rynku sięga lat pięćdziesiątych (w Niemczech) i sześćdziesiątych (w Szwajcarii)⁶⁹. Wraz z rosnącą popularnością instytucji zbiorowego inwestowania wzrastała liczba krajów, których ustawodawstwa dopuszczały inwestowanie w nieruchomości. Proces ten trwa, czego dowodem jest przyjęcie w 2003 r. w Austrii prawa pozwalającego na tworzenie funduszy inwestujących w nieruchomości.

Liczbę i aktywa europejskich funduszy nieruchomości przedstawia tabela 8.12. W niektórych krajach europejskich fundusze nieruchomości zdobyły znaczącą pozycję wśród instytucji zbiorowego inwestowania. Największy udział wystąpił w Portugalii.

Tabela 8.12. Liczba i aktywa funduszy nieruchomości w Europie w latach 1992–2002 oraz ich udział w krajowych rynkach instytucji zbiorowego inwestowania (dane w mln euro według stanu na 31 grudnia danego roku)

Kraj	1992		1997		2002		Zmiana 1992- 2002	Zmiana 1997- 2002	udział w rynku fundu- szy (w %)
	liczba fundu- szy	wartość	liczba fundu- szy	wartość	liczba fundu- szy	wartość	aktywa (w %)	aktywa (w %)	
Belgia	–	–	3	809	21	3 202	nd	395,8	4,15
Francja	–	–	bd	10 400	155	8 900	nd	85,6	1,00
Hiszpania	–	–	4	114	3	1 488	nd	1 305,3	0,86
Holandia	–	–	bd	9 606	bd	17 500	nd	182,2	16,46
Luksemburg	10	585	8	2 706	7	469	80,2	17,3	0,06
Portugalia	23	2 443	48	2 618	47	4 417	180,8	168,7	18,02
Niemcy	14	13 689	15	40 084	22	71 165	519,9	177,5	9,48
Szwajcaria	35	3 968	32	5 841	20	7 782	196,1	133,2	9,00
Węgry	–	–	6	38	8	104	nd	273,7	2,62
Wielka Brytania	2	89	3	341	2	984	1 105,6	288,6	0,27
Włochy	–	–	–	–	–	3 393	nd	nd	0,91
Łącznie	84	20 774	119	72 557	285	119 404	574,8	164,6	3,23

Źródło: na podstawie G. Borowski, „Nieruchomościowe” fundusze inwestycyjne, op.cit.

Na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych blisko dwie trzecie środków jest zarządzanych przez fundusze niemieckie. Część z nich działa jako otwarte fundusze inwestycyjne, część jako systemy zamknięte, których aktywa ograniczają się do posiadanego majątku⁷⁰.

⁶⁹ Por. G. Borowski, „Nieruchomościowe” fundusze inwestycyjne, „Nieruchomości” 2004, nr 11 (część I), nr 12 (część II).

⁷⁰ W roku 1982 na rynku niemieckim działało 448 funduszy inwestycyjnych, w tym 209 funduszy akcyjnych, 224 obligacyjnych i 15 funduszy nieruchomości. Majątek funduszy w nieruchomości był większy niż funduszy akcyjnych (28 mld DEM wobec 22 mld DEM). Por. D. Dziawgo, L. Dziawgo, *Fundusze powiernicze*, TNOiK, Toruń 1994, s. 72.

Polski ustawodawca stworzył możliwość powstania funduszy inwestycyjnych poprzez ustawę z 28 sierpnia 1977 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn. Dz.U. z 2002 r., nr 49, poz. 448 z późn. zm.), którą zastąpiła ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 1546). W myśl ustawy funduszem inwestycyjnym jest osoba prawna, zajmująca się wyłącznie lokowaniem środków pieniężnych, zebranych publicznie w określone ustawowo papiery wartościowe i inne prawa majątkowe. Ustawa przewiduje rodzaje funduszy inwestycyjnych: otwarte, specjalistyczne otwarte i zamknięte. Bezpośrednich lokat w nieruchomości mogą dokonywać wyłącznie fundusze inwestycyjne zamknięte, natomiast otwarte mogą dokonywać lokat pośrednich, inwestując w listy zastawne oraz papiery wartościowe emitowane przez spółki działające w sektorze nieruchomości.

W ramach funduszu zamkniętego mogą powstawać subfundusze specjalizujące się w inwestycjach na określonym obszarze geograficznym lub w określone kategorie nieruchomości. Pomimo nowoczesnych regulacji prawnych, dotyczących funduszy nieruchomościowych w Polsce, rynek ten znajduje się dopiero w początkowej fazie rozwoju. W 2004 r. zostały utworzone dwa fundusze lokujące w nieruchomości. Pierwszym jest Arka BZWBK Fundusz Rynku Nieruchomości, utworzony w 2004 r., który dokonuje bezpośrednich lokat. Polityka inwestycyjna tego funduszu obejmuje nabywanie nieruchomości o jednakowej wartości nie przekraczającej 15 mln euro, położonych w ośmiu największych miastach w Polsce. Do 20% aktywów może być ulokowanych w Republice Czeskiej i na Węgrzech. Fundusz będzie lokował co najmniej 50% w powierzchnie biurowe, do 25% w nieruchomości mieszkaniowe, resztę aktywów przeznaczy na pozostałe rodzaje nieruchomości komercyjnych.

Drugim, powołanym w Polsce funduszem nieruchomości, jest Skarbiec. Fundusz ten lokować ma w akcje spółek, których przedmiotem działania jest nabywanie prawa własności i udziału we współwłasności nieruchomości, dokonywanie nakładów inwestycyjnych na budowę budynków i budowli oraz obrót na rynku nieruchomości.

Na polskim rynku nieruchomości działają również fundusze zagraniczne. Wyróżnić można publiczne fundusze inwestycyjne, a także fundusze typu *private equity*.

Dla wielu rynków nieruchomości ważni są **inwestorzy zagraniczni**. Nie zostali oni wymienieni jako oddzielna grupa, tworzą je bowiem te same grupy inwestorów, m.in. fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe. Aktywność tych inwestorów na rynkach międzynarodowych stanowi wynik globalizacji inwestycji.

Inwestycje zagraniczne umożliwiają dywersyfikację portfela dla uniezależnienia się od trendów rodzimej gospodarki. O wyborze kraju decyduje sytuacja gospodarcza i stabilizacja polityczna. Z tych względów atrakcyjnymi rynkami nieruchomości są rynki w: Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Wielkiej Brytanii, Australii i Nowej Zelandii. Znaczne obszary Afryki i Ameryki Południowej są uznawane za zdecydowanie mało atrakcyjne z punktu widzenia inwestycji nieruchomościowych. Przykładowo, brytyjskie fundusze emerytalne posiadały w 1991 r. 26% swoich portfeli w akcjach zagranicznych, obligacjach i nieruchomościach. W drugiej połowie lat osiemdziesiątych gwałtownie wzrosło zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkiem brytyjskim. W latach sześćdziesiątych na rynek brytyjski weszli Amerykanie, w siedemdziesiątych Arabowie.

it pięć-
popular-
stawo-
wodem
inwe-

a 8.12.
rozycie
alii.

ajowych
oku)

2002

dział
rynku
fundu-
szy
(w %)

4,15

1,00

0,86

16,46

0,06

18,02

9,48

9,00

2,62

0,27

0,91

3,23

w jest
ize in-
siada-

zjęć I),

y akcyj-
niz fun-
ernicze,

w osiemdziesiątych Europejczycy, a w dziewięćdziesiątych Azjaci kupujący prestiżowe nieruchomości⁷¹.

W Stanach Zjednoczonych głównymi inwestorami zagranicznymi byli i są Japończycy. Wielkość zaangażowanego kapitału japońskiego na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych szacuje się w 2001 r. na ponad 11 mld USD, kanadyjskiego na ponad 6 mld USD, niemieckiego na ponad 5 mld USD⁷².

W Polsce rozpoczął się proces instytucjonalizacji rynku nieruchomości. Uczestniczą w niej zarówno krajowi inwestorzy, jak i zagraniczni. Z krajowych inwestorów swoją obecność na rynku nieruchomości zaznaczyły niektóre towarzystwa ubezpieczeniowe (np. PZU Życie SA i Commercial Union, TUŃŻ)⁷³. Jak zaznaczono, powstają pierwsze fundusze inwestycyjne.

8.4. Strategie inwestycyjne

Wszyscy uczestnicy rynku kapitałowego są świadomi, że pieniądze posiadane dziś będą ciągle traciły na wartości. Aby temu zapobiec, należy je zainwestować. Inwestorzy tworzą strategie postępowania, czyli opracowują zespół przemyślanych decyzji zmierzających do zapewnienia rentowności swoich lokat w długim okresie, poprzez dostosowanie się do zmiennych warunków otoczenia. Strategia jest zbiorem najważniejszych decyzji warunkujących podejmowanie innych decyzji operacyjnych.

Na rynku nieruchomości pojęcie strategii jest definiowane wieloznacznie. Raz oznacza ona wybór sektora rynku nieruchomości (czyli podjęcie decyzji, w jakie nieruchomości zostanie zainwestowany kapitał) oraz wybór przestrzeni, czyli w którym kraju i mieście dokonać lokaty kapitału⁷⁴, innym razem strategia inwestycyjna rozumiana jest szerszej – obejmuje nie tylko dywersyfikację portfela, ale również wybór tytułu własności, wybór strategii zarządzania, zasad finansowania czy wybór kryteriów decyzyjnych⁷⁵.

Bez względu na zakres definiowanego terminu, każdy inwestor musi określić swój stosunek do ryzyka. Wybór akceptowanego poziomu ryzyka stanowi jeden z najważniejszych elementów decyzyjnych, różnicując grupę inwestorów.

Z punktu widzenia skłonności do podejmowania ryzyka, każdy inwestor rynku kapitałowego ma do wyboru:

- strategię konserwatywną,
- strategię umiarkowanego ryzyka,
- strategię agresywną.

Im większą skłonność do ponoszenia ryzyka będzie wykazywał inwestor, tym oczekiwana rentowność inwestycji będzie większa.

⁷¹ Azjaci wykupują Wielką Brytanię. „Tygodnik Budowlany” z 9 maja 1994 r.

⁷² Ibidem, s. 156

⁷³ Por. T. Czerwińska, *Nieruchomości w portfelach inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń na życie*, op.cit., s. 67–75.

⁷⁴ W węższym znaczeniu strategii inwestycyjne analizuje G. Vos. Por. G. Vos, *International Real Estate Portfolios*, op.cit., s. 16–24.

⁷⁵ W szerszym znaczeniu analizę strategii inwestycyjnej przedstawia A.J. Jaffe i C.F. Sirmans. Por. A.J. Jaffe, C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, op.cit.

Strategię konserwatywną na kontynencie europejskim zachowuje większość inwestorów instytucjonalnych⁷⁶. Próbują oni łączyć najwyższy dochód z niskim poziomem ryzyka w portfelu inwestycyjnym. Inwestycje, które obiecują wysokie dochody przy wysokim poziomie ryzyka, nie są atrakcyjne dla większości inwestorów instytucjonalnych. Dlatego też ta grupa inwestorów – celem obniżenia ryzyka – chętnie włączy do portfela inwestycyjnego lokaty w nieruchomości. Wielkość aktywów ulokowanych w nieruchomości przez poszczególnych inwestorów instytucjonalnych jest zróżnicowana (np. fundusze emerytalne lokują od 5 do 20% swoich aktywów). Różnice te wskazują nie tylko na bieżącą ekonomiczną atrakcyjność nieruchomości, ale również na znaczną rozpiętość w strategiach inwestowania.

Dywersyfikacja może polegać na dywersyfikacji kapitału własnego, poprzez lokowanie go w różne typy aktywów czy aktywów nieruchomościowych, bądź poprzez wybór inwestycji w ten sam rodzaj nieruchomości, ale zróżnicowanych lokalizacyjnie – np. inwestor wybiera rynek biurowców, inwestując na różnych rynkach w układzie przestrzennym. Wzrost dywersyfikacji (zróżnicowania) portfela cechuje inwestorów o niższej skłonności do ryzyka, inwestowanie w ograniczoną liczbę aktywów jest typowe dla **strategii agresywnych**.

Z punktu widzenia „aktywności” inwestora, można wyróżnić strategię ofensywną i strategię defensywną. Pierwsza polega na ciągłej analizie składu portfela i jego korekcie, druga na długotrwałym utrzymywaniu dotychczasowej struktury aktywów. Są to strategie antagonistyczne⁷⁷, opierają się bowiem na odmiennych podstawach gry inwestorskiej, na odmiennych taktykach działania. **Strategia defensywna** jest strategią obronną, zachowującą dotychczasowe obszary działania, nastawioną na minimalizację niepowodzeń. Przykładem takiej strategii na rynku nieruchomości jest przywiązanie inwestora do segmentu rynku, w którym dotychczas działał: segmentu przestrzennego czy rodzajowego. Inwestor stosujący tę strategię działa na rynkach o najmniejszym ryzyku. Istotną cechą tej strategii będzie brak dążenia inwestora do zmiany czy rozszerzenia obszaru swojego działania.

Strategia ofensywna odznacza się elastycznością w działaniu inwestora i jego skłonnością do podejmowania nawet ryzykownych decyzji celem pomnożenia korzyści. Inwestor stosujący tę strategię dąży do wejścia na nowe rynki, modernizuje nieruchomości, często decyduje o zmianie funkcji nieruchomości, broniąc je przed stagnacją. Przykładem strategii ofensywnej są przedsięwzięcia deweloperskie, zmieniające funkcje obszaru czy udoskonalające – poprzez remont czy modernizację – istniejące obiekty. Strategia ofensywna wiąże się z relatywnie wysokim ryzykiem, zwłaszcza jeśli obejmuje penetrowanie zupełnie nowych dla inwestora segmentów rynku, czy podejmuje ryzykowne przedsięwzięcia deweloperskie. Wiąże się bowiem z wysokimi kosztami i dużymi nakładami czasu.

Przy opracowaniu i wyborze strategii inwestor kieruje się podstawowymi elementami. Są to: dywersyfikacja, otoczenie prawne, tytuł własności, strategie zarządzania,

⁷⁶ G. Vos, *International Real Estate Portfolios*, op.cit., s. 16–31.

⁷⁷ Por. J. Penc, *Strategie zarządzania. Praktyczne myślenie i systemowe działanie*, Placet, Warszawa 1994.

wybór opcji finansowania, obciążenie podatkowe, wybór kryteriów decyzyjnych i oczekiwana inflacja⁷⁸.

Opracowując strategię, inwestor musi sprecyzować cel inwestowania. Dla jednych celem inwestowania będzie regularny dochód z nieruchomości, dla innych nabycie gruntu w celach spekulacyjnych⁷⁹. Dla inwestora istotne jest otoczenie prawne i wybór tytułu własności. Inwestor może zaakceptować otoczenie prawne i – przyjmując postawę pasywną – dostosować swoje zamierzenia inwestycyjne do ram prawnych lub może próbować wykorzystać je aktywnie we własnym interesie. Przykładowo, inwestorzy musieli zaakceptować ograniczenia w wysokości zabudowy w Berlinie, ale swoje zamierzenia zrealizowali poprzez wykorzystanie braku ograniczeń w zabudowie poniżej poziomu gruntu; powstały budynki o pięciu kondygnacjach nadziemnych i 3–4 podziemnych.

Istotnym elementem wyboru strategii jest wybór prawnego tytułu własności; nabycie prawa własności gruntu i budynku czy np. prawa użytkowania wieczystego gruntu i prawa najmu bądź dzierżawy. Wybór stanowi istotny element strategii, wpływa bowiem na wartość inwestycji.

Elementem strategii inwestycyjnej są decyzje dotyczące sposobu zarządzania inwestycją w okresie użytkowania. Decyzje te obejmują odpowiedź na pytanie, czy po realizacji inwestycji zostanie ona w całości sprzedana, czy będzie sprzedana tylko część powierzchni, a reszta wynajęta, czy całość będzie zarządzana przez inwestora. Jeśli inwestor utrzymuje inwestycję, musi odpowiedzieć sobie na pytanie, czy będzie zarządzał bezpośrednio, czy pośrednio, aktywnie czy pasywnie. Elementem strategii są decyzje dotyczące źródeł finansowania; finansowanie kapitałem własnym czy przez dług, jaki przyjąć poziom zadłużenia, gdzie szukać środków finansowych, którą czy które techniki finansowania wybrać. Inwestor musi rozważyć skutki finansowe podjętych decyzji na etapie opodatkowania – opodatkowania dochodów bieżących i opodatkowania dochodów w momencie sprzedaży inwestycji. Elementem pozytywnie wpływającym na jego decyzje są ulgi w podatku dochodowym. Inwestor podejmuje decyzje inwestycyjne analizując obecny i przyszły poziom inflacji. W warunkach oczekiwanej inflacji jego zainteresowanie nieruchomością, jako lokatą zabezpieczającą przed inflacją, jest większe.

Nie ma strategii idealnych, nie ma strategii obiektywnie słusznych, są jedynie strategie skuteczne i nieskuteczne⁸⁰. Inwestor opiera wybór strategii na wielu kryteriach, dokonując oceny kilku jej wariantów.

Na rynku nieruchomości najbardziej znaną metodą oceny koncepcji strategicznych jest **analiza portfela inwestycyjnego**. Pozwala ona na jakościową ocenę składu aktywów. Idealny portfel inwestycji zawiera aktywa, z których dochody nie są ze sobą skorelowane. Inwestor osiąga ten cel różnicując (dywersyfikując) obszar działania i (lub) segment rynku.

⁷⁸ Por. A.J. Jaffe, C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, op.cit.

⁷⁹ Zachowania spekulacyjne nie są obce również polskiemu inwestorowi na rynku nieruchomości. Przykładem takich zachowań mogą być zakupy gruntu w rejonach planowanych linii autostrad.

⁸⁰ J. Penc, *Strategie zarządzania. Praktyczne myślenie i systemowe działanie*, op.cit., s. 168.

8.5. Podsumowanie

- Inwestycje w nieruchomości znajdują się w grupie inwestycji rzeczowych (produkcyjnych, infrastrukturalnych i lokacyjnych) i inwestycji finansowych. Inwestycje rzeczowe polegają na kupnie gruntu, wybudowaniu budynku, kupnie gruntu zabudowanego, modernizacji zabudowań. Inwestycje finansowe mogą być realizowane poprzez nabycie udziałów lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości, nabyciu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych, poprzez zakup papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności, zabezpieczonych hipoteką.

Decyzje inwestycyjne na rynku nieruchomości odznaczają się pewną specyfiką, na którą składają się: wysoka ich kapitałochłonność, wysoki udział kapitału obcego, długi okres realizacji inwestycji, długi okres użytkowania, mała płynność i mała przejrzystość rynku.

- Inwestycje bezpośrednie w nieruchomości mają zalety oraz wady. Do zalet inwestycji bezpośrednich można zaliczyć: zabezpieczenie kapitału, ochronę przed inflacją, stanowią one źródło dochodów, źródło korzyści na etapie rozliczenia się z fiskusem, stanowią dobry element dywersyfikacji portfela, są fizycznie „dotykalne”. Inwestor musi jednak liczyć się z ich małą płynnością, niepodzielnością, wysoką kapitałochłonnością, która powoduje długi okres zwrotu wypłaconego kapitału. Ponadto, inwestycja ta wymaga zarządzania. Inwestowanie pośrednie pozwala zniwelować te wady, chociaż rodzi nowe: inwestor nie ma kontroli nad nieruchomością, nie odczuwa satysfakcji z jej posiadania, dochodowość tej inwestycji wykazuje wysoką korelację z dochodowością akcji.

- Nie każda inwestycja w nieruchomości stanowi podstawę osiągania korzyści. Lista korzyści stanowi potencjalną możliwość ich osiągania. Inwestor może nabyć nieruchomość w okresie, gdy nie chroni się ona przed inflacją lub gdy ustawodawca nie stworzył zachęty do inwestowania poprzez system ulg podatkowych.

- Inwestowanie w nieruchomości obciążone jest umiarkowanym poziomem ryzyka. Niższym ryzykiem inwestowania odznaczają się obligacje, wyższym akcje.

- Nieruchomości stanowią składnik portfela inwestycyjnego. Włączenie nieruchomości do portfela jest postrzegane jako sposób na obniżenie ryzyka osiągnięcia oczekiwanej stopy zwrotu z całego portfela. Głównym atutem nieruchomości jako składnika portfela jest słaba korelacja dochodowości nieruchomości z dochodowością papierów wartościowych.

- Rozwój rynków nieruchomości zależy od aktywności inwestorów. Grupa inwestorów na rynku nieruchomości jest zróżnicowana. Na rozwiniętych rynkach dominują inwestorzy instytucjonalni. Największy udział mają towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Mniejszą rolę odgrywają fundusze inwestycyjne inwestujące w nieruchomości.

- Inwestorzy rynku nieruchomości tworzą strategie postępowania. Podejmują decyzje polegające na wyborze sektora rynku nieruchomości, wyborze przestrzeni inwestowania, formy władania nieruchomością, strategii zarządzania, zasad finansowania, zasad oceny wyboru kierunków inwestowania, zasad zarządzania ryzykiem.

8.6. Pytania kontrolne

1. Podaj przykłady inwestycji rzeczowych na rynku nieruchomości:
 - inwestycji produkcyjnej,
 - inwestycji infrastrukturalnej,
 - inwestycji lokacyjnej.
2. Podaj przykłady inwestycji finansowych na rynku nieruchomości.
3. Wskaż zalety i wady inwestycji bezpośrednich.
4. Wskaż zalety i wady inwestycji pośrednich.
5. Omów ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości.
6. Omów zalety nieruchomości jako składnika portfela inwestycyjnego.
7. Omów trudności włączenia nieruchomości do portfela inwestycyjnego.
8. Omów zasady dywersyfikacji portfela nieruchomości.
9. Zdefiniuj pojęcie strategii inwestycyjnych na rynku nieruchomości.
10. Jaką strategię stosuje większość inwestorów instytucjonalnych na rynkach nieruchomości?

Procesy deweloperskie

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">• 9.1. Specyfika procesów deweloperskich• 9.2. Opłacalność przedsięwzięć deweloperskich | <ul style="list-style-type: none">• 9.3. Podatność procesów deweloperskich na cykle koniunkturalne• 9.4. Podsumowanie• Pytania kontrolne |
|--|--|

9.1. Specyfika procesów deweloperskich

Proces deweloperski ma na celu podniesienie wartości nieruchomości. Jest on rozumiany jako jedność technologii budowlanej, finansowania, umiejętności marketingowych, kontroli administracyjnej i wielu innych działań, mających na celu zapewnienie funkcjonowania całego przedsięwzięcia przez wiele lat. Jest więc procesem skomplikowanym, obejmującym – poza działalnością w obrębie nieruchomości – procesy adaptacyjne związane ze specyficznym jej otoczeniem, zarówno prawnym, ekonomicznym, jak i różnych grup interesów.

Nie ma jednoznacznie zdefiniowanego pojęcia działalności deweloperskiej. Badania ankietowe, przeprowadzone w 1996 r. przez Europejskie Stowarzyszenie Deweloperów i Budowniczych Domów ujawniły, że większość państw, członków Unii Europejskiej nie dysponuje definicją działalności deweloperskiej¹. Nie ma również definicji dewelopera. Tej grupy zawodowej nie wyróżnia Europejska Klasyfikacja Działalności².

Deweloper jest to osoba fizyczna lub prawna, która inicjuje, propaguje, rozpoczyna i prowadzi realizację przedsięwzięcia deweloperskiego. Jest wizjonerem, który potrafi dostrzec potencjał tkwiący w przestrzeni. Realizuje przedsięwzięcie, by osiągnąć zysk. Jego trwałe funkcjonowanie na rynku i możliwość generowania zysków zależy od wiarygodności w oczach klientów, banków i innych uczestników procesu deweloperskiego.

Działania deweloperskie mogą obejmować zróżnicowany zakres.

1. Zakup gruntu, najczęściej rolnego lub nabycie prawa użytkowania wieczystego gruntu, doprowadzenie do zmiany jego przeznaczenia w miejscowym planie zagospo-

¹ Por. H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2004, s. 125.

² *Ibidem*, s. 122.

darowania, podział gruntu na mniejsze działki, ich uzbrojenie, a następnie sprzedaż innym deweloperom lub inwestorom. Poprzez zmianę sposobu użytkowania, uzbrojenie terenu i jego podział, deweloper przyczynia się do podwyższenia wartości nieruchomości. Deweloper, ograniczający się do takiego zakresu prac, nosi nazwę land-dewelopera.

2. Zakup gruntu, rozpoczęcie realizacji inwestycji i sprzedaż nieruchomości w trakcie realizacji. Ten model organizacyjny pojawia się najczęściej w przypadku realizacji osiedli domów jednorodzinnych lub mieszkań w tzw. małych domach. Zainicjowanie całego procesu prowadzi do znacznego wzrostu wartości nieruchomości.

3. Zakup gruntu, realizacja przedsięwzięcia inwestycyjnego i sprzedaż zabudowanej nieruchomości nowemu właścicielowi.

4. Znalezienie odpowiedniego terenu na realizację inwestycji, wyszukiwanie potencjalnych inwestorów, podpisanie z nimi umowy, zapewniającej deweloperowi prawo do nadzorowania całego przedsięwzięcia inwestycyjnego, realizacja przedsięwzięcia i jego sprzedaż.

Działania deweloperskie obejmują na ogół – z wyjątkiem pierwszego zakresu – podwyższenie wartości gruntu poprzez nową zabudowę, odbudowę i przebudowę, a także przeprowadzenie dużego remontu lub modernizację istniejących zabudowań oraz zmianę pełnionych przez nich funkcji.

W krajach zachodnich procesy deweloperskie koncentrują się ostatnio na odzyskaniu starych zasobów budowlanych i przystosowaniu ich do nowych funkcji. Stanowi to wyraz nie tylko mody na stare zasoby, ale także dążenia do ochrony środowiska – remonty i modernizacje wymagają mniejszego wsadu energetycznego w porównaniu z budową nowych obiektów.

Wszystkie kolejne etapy realizacji inwestycji (od koncepcji do wypełnienia budynku) muszą być zaaranżowane i wykonane przez dewelopera.

Można wyróżnić wiele form realizacji procesu deweloperskiego. W prostszej formie deweloper może działać na zlecenie klienta, który finansuje całe przedsięwzięcie. Ryzyko rynku oraz ryzyko finansowe przerzucone jest na inwestora. Taką formę organizacyjną często zobaczymy na rynku powierzchni magazynowych, gdzie inwestorzy, zgłaszający popyt na tę powierzchnię, zlecają jej realizację deweloperowi. Jego działalność jest odpowiedzią na zgłoszony na rynku popyt, co znacząco redukuje ryzyko projektu deweloperskiego. Pełni on funkcję dewelopera-wykonawcy.

Inną formą organizacyjną jest kreowanie podaży w odpowiedzi na analizę rynku, który sygnalizuje popyt. Pełni funkcję dewelopera-promotora. Ryzyko finansowe i ryzyko rynku przy tej formie organizacyjnej jest znacznie wyższe. By zmniejszyć ryzyko rynku, deweloper będzie ograniczał zaangażowanie kapitału własnego do niezbędnego minimum. Źródłem funkcjonowania przedsięwzięcia będą środki obce, pochodzące głównie od kredytodawców. W warunkach polskich, na rynku mieszkaniowych przedsięwzięć deweloperskich, źródłem finansowania są wpłaty przyszłych właścicieli.

Organizacja procesu deweloperskiego przeszła ewolucję. Początkowo procesy opierały się na małych organizacjach, wyspecjalizowanych tylko w jednym etapie całkowitej procedury inwestycyjnej. Jedno przedsiębiorstwo nabywało i dzieliło parcele, inne budowało domy mieszkalne, kolejne – obiekty handlowe. W tych warunkach projekty były małe, wymagały relatywnie nieznacznych kapitałów, a więc i ponoszone przez deweloperów ryzyko było niewielkie. Obecnie firmy deweloperskie zintegrowały

całko
nie u
przez
I
Po sp
ne ni
•
proce
i loka
musi
wałat
stycz
I
ruch
loper
czono
się na
dza o
pytu
w tra
mości
siewz
maks
sowa
•
wyma
liczby
musi
wystą
z właś
termi
renu l
liczkę
warto
•
realiz
lizowa
dywai
musi
określi
•
budov
lem g
w for

całkowity proces inwestycyjny, realizując projekty o zróżnicowanych funkcjach. Zmianie uległa skala projektów i wymagany kapitał. Prowadzi to do koncentracji zysków przez wielkie firmy.

Deweloper działa na bardzo wielu płaszczyznach, wzajemnie ze sobą powiązanych. Po sprecyzowaniu koncepcji akcji rozwojowej, typowy deweloper realizuje przedstawione niżej zadania.

- **Identyfikacja i oszacowanie wartości rynkowej gruntu.** Krytycznym punktem procesu deweloperskiego jest znalezienie nieruchomości o odpowiedniej powierzchni i lokalizacji pozwalającej na efektywne jej zagospodarowanie. Na tym etapie deweloper musi określić sposób użytkowania, wielkość i formę zabudowy, która maksymalizowałaby dochodowość nieruchomości i jednocześnie uwzględniałaby ograniczenia planistyczne i inne, np. wymogi konserwatora zabytków.

Deweloper przeprowadza wstępny szacunek wartości rynkowej zabudowanej nieruchomości (czy zmodernizowanej), a także szacunek nakładów przedsięwzięcia deweloperskiego oraz wymagany przez siebie poziom zysku. Różnica między wartością ukończonego zadania a nakładami i zyskiem wyznacza mu wstępną cenę, za jaką opłaca mu się nabyć nieruchomość. Szacunek wartości ukończonego przedsięwzięcia przeprowadza on na podstawie badania rynku nieruchomości – próbuje oszacować wielkość popytu i podaży oraz tendencje zmian, jakim będą podlegać oba te elementy rynku w trakcie realizacji przedsięwzięcia. Jego wiedza obejmuje nie tylko rynek nieruchomości, sięga także do rynku budowlanego, który determinuje koszty realizacji przedsięwzięcia. Z wielu możliwości wykorzystania gruntu musi wybrać taką, która zapewni maksymalny dochód netto przy uwzględnieniu ograniczeń w postaci możliwości finansowania – ograniczeń planistycznych, budowlanych i innych.

- **Zakup gruntu lub prawa użytkowania wieczystego.** Przy dużych projektach, wymagających wielkich przestrzeni, nabycie gruntu oznacza często połączenie znacznej liczby nieruchomości, należących dotychczas do różnych właścicieli. Deweloper często musi starać się o przekwalifikowanie terenu celem realizacji zamierzenia. Zanim o to wystąpi, musi wykazać się własnością lub innym prawem do gruntu. Dlatego też zawiera z właścicielem gruntu wstępną umowę kupna-sprzedaży, wpłacając zaliczkę i określając termin ostatecznej decyzji oraz cenę. Jeżeli nie uzyska zgody na przekwalifikowanie terenu bądź otrzyma ją później, niż zostało to określone w umowie, deweloper traci zaliczkę. Uzyskanie zgody stanowi dla niego pierwsze zwycięstwo, oznacza bowiem, że wartość przekwalifikowanego gruntu natychmiast rośnie.

- **Analiza ekonomiczna i studium rynku.** Jest ona prowadzona na wielu etapach realizacji inwestycji. Wstępna analiza powinna wyprzedzać zakup gruntu, aby zminimalizować ryzyko. Analiza obejmuje rozważania nad wielkością i strukturą popytu, przewidywanymi kosztami inwestycji, możliwościami i warunkami uzyskania kredytu. Analiza musi doprowadzić dewelopera do oceny wykonalności przedsięwzięcia, obejmującej określenie poziomu ryzyka i opłacalności projektu.

- **Uzyskanie zezwoleń planistycznych.** Deweloper musi uzyskać pozwolenie na budowę. Takim pozwoleniem musi dysponować zarówno deweloper będący właścicielem gruntu, jak i użytkownikiem wieczystym. Pozwolenie na budowę jest wydawane w formie decyzji administracyjnej na podstawie przepisów prawa budowlanego przez

właściwy terytorialnie organ państwowego nadzoru budowlanego. Wydanie pozwolenia poprzedzane jest sprawdzeniem:

- zgodności projektu zagospodarowania terenu z miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego, z przepisami prawnymi i wymaganiami decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu,
- kompletności projektu budowlanego,
- wykonania projektu przez osobę posiadającą uprawnienia projektowe.

• **Opracowanie dokumentacji projektowej.** Do tego etapu deweloper przystępuje po nabyciu gruntu i uzyskaniu decyzji o jego przekwalifikowaniu. Często korzysta ze sprawdzonych koncepcji projektowych. Jednocześnie prowadzi akcje marketingowe poszukując przyszłych klientów.

• **Pozyskanie źródeł finansowania.** Finansowanie działalności deweloperskiej odbywa się z udziałem kapitałów własnych i obcych, pochodzących z wielu źródeł. Wśród źródeł obcych decydującego znaczenia nabiera kredyt krótko- lub średnioterminowy. Analizie ze strony dewelopera podlega określenie struktury finansowania w zakresie kapitałów własnych (ewentualni partnerzy, sposób podzielenia się ryzykiem i zyskiem z partnerem) oraz obcych (techniki kredytowania, wielkość i koszt kredytu, typ kredytodawcy). Deweloper analizuje alternatywne pakiety finansowe i ocenia stopę zwrotu przed i po zapłaceniu podatków. W efekcie podejmuje decyzje o wyborze optymalnego sposobu (pakietu) finansowania³. Kredytodawcami są głównie inwestorzy instytucjonalni, indywidualni, banki i otwarte fundusze nieruchomości. Ten proces kumulacji kapitału, pochodzącego z różnych źródeł, nosi nazwę syndykalizacji. Deweloper przeprowadza negocjacje z kredytodawcami, które dotyczą kwoty i wysokości stopy procentowej. Stopa procentowa wyznacza koszt finansowania. Im większy projekt i dłuższy okres trwania przedsięwzięcia deweloperskiego, tym większy wpływ na wynik finansowy wywiera koszt kredytu. Wysokość kredytu nie musi być odniesiona do kosztu realizacji inwestycji. Dla kredytodawcy bardziej istotny jest dochód, jaki będzie generowała ukończona inwestycja. Od jego wielkości będzie zależeć realność spłaty kredytu.

Deweloper musi przedstawić kredytodawcy analizę przepływów gotówkowych proponowanego przedsięwzięcia w celu wyznaczenia poziomu płynności dla bieżącej spłaty kredytu.

• **Realizacja obiektów budowlanych.** Etap realizacji deweloper zleca firmie budowlanej, zostawiając nadzór budowlany. Rozpoczęcie tego etapu często jest uzależnione od wcześniejszego znalezienia klientów.

• **Zakończenie budowy i zarządzanie nieruchomością.** Po oddaniu budynku do użytkowania i jego ewentualnej sprzedaży, deweloper bądź sam podejmuje się zarządzania, bądź zostaje ono powierzone wyspecjalizowanej firmie. Wiele przedsięwzięć nie zostaje sprzedanych, są one zatrzymane jako długookresowa inwestycja. Oznacza to, że rola dewelopera może ujawnić się jako:

- inicjatora i organizatora procesu deweloperskiego, który po jego realizacji sprzedaje go,
- dewelopera-inwestora, który zainicjował pomysł, zrealizował go i utrzymuje go w celu osiągnięcia dochodu.

³ J.S. Lipiński, *Portfel dewelopera*, „Home and Market” 1998, nr 2.

Czas posiadania może być bardzo zróżnicowany – może ograniczyć się np. do okresu gwarancji i rękojmi. W pierwszym przypadku grunt ujawniony jest w bilansie jako inwestycja długoterminowa w aktywach trwałych, w drugim przypadku jako składnik środków trwałych.

Deweloper występuje w roli negocjatora, analityka rynku, ponosi ryzyko; występuje również jako menedżer zespołu deweloperskiego, składającego się z wielu ekspertów.

W **zespole deweloperskim** znajdują się tacy eksperci⁴, jak:

- specjaliści do spraw nieruchomości – negocjują oni zakup gruntu, umowy najmu i dzierżawy, sprzedaży wybudowanych lokali i obiektów, zmiany w miejscowych planach zagospodarowania przestrzennego,
- prawnicy, którzy konsultują relacje z uczestnikami procesu deweloperskiego,
- analitycy rynku, których opinie są niezbędne na etapie formułowania pomysłu dewelopera, poszukiwania lokalizacji, określania wielkości standardu realizowanych obiektów,
- specjaliści do spraw ochrony środowiska, którzy przeprowadzają niezbędne oceny wpływu inwestycji na środowisko i zapewniają przestrzeganie wymagań w zakresie ochrony środowiska,
- doradcy finansowi – projektują strukturę finansowania projektu, prowadzą negocjacje związane z organizacją finansowania przedsięwzięcia,
- specjaliści do spraw marketingu, którzy odpowiadają za promocję, reklamę, sprzedaż,
- pozostali specjaliści, tacy jak: inspektorzy nadzoru, kosztorysanci, geodeci, rzeczoznawcy majątkowi, rzeczoznawcy budowlani.

Według nieformalnej definicji, dewelopera porównuje się z Krzysztofem Kolumbem, który wypłynął i nie wiedział dokąd płynąć, dobił do brzegu i nie wiedział, gdzie jest, wrócił i nie wiedział, gdzie był, a wszystko to zrobił za cudze pieniądze. Definicja ta wskazuje na bardzo istotną kwestię, a mianowicie, że deweloper może nie angażować własnego kapitału, lecz oprzeć realizację projektu na kredycie bankowym lub innym zewnętrznym źródle finansowania. Zmniejsza to ponoszone przez niego ryzyko finansowania, ale całkiem go nie likwiduje. Ryzyko dewelopera wiąże się głównie z nieosiągnięciem zakładanego przez niego zysku i ze stratą prestiżu zawodowego. Wynosi ono pełne ryzyko finansowe projektu.

Przedsięwzięcie deweloperskie jest bardzo złożonym procesem, podatnym na zmiany wielu zmiennych, m.in. zmiany sytuacji makroekonomicznej i lokalnej. Oznacza to, że efektywność przedsięwzięcia deweloperskiego jest wyznaczona nie

⁴ Nowacki, *Deweloper jako organizator i wykonawca budownictwa mieszkaniowego*, „Nieruchomości” 2000, nr 32–33.

⁵ Wynik i złożoność procesów deweloperskich podejmuje w polskiej literaturze wielu autorów. Por. K. Kirejczyk, *Inwestycje deweloperskie*, Twigger, Warszawa 2001; K. Kirejczyk, J. Łaszek, *Deweloper*, KIN, Kraków 1997; J. Lipiński, *Struktura procesu deweloperskiego – wstępna ocena*, „Nieruchomości” 2000; P. Nowacki, *Deweloper jako organizator i wykonawca budownictwa mieszkaniowego*, op.cit.; M. Socha, *Developing*, C.H. Beck, Warszawa 2000; W.A. Werner, *W ramach bezpieczeństwa*, „Inwestor” 2001, nr 4; K. Śmietana, *Koncepcja ograniczenia ryzyka w praktyce działalności dewelopera*, H. Henzel (red.), *Współczesne kierunki inwestowania – formy i efekty*, op.cit.

tylko przez zmienne związane z danym przedsięwzięciem, jak np. okres trwania przedsięwzięcia. Zależy ona od czynników zewnętrznych, prezentowanych przez koszty budowy, poziom inflacji i kierunki zmian inflacji, koszt kredytu, stawki czynszu, stopy zwrotu dla alternatywnego kierunku inwestowania itp. Wszystkie wymienione czynniki wpływają jednocześnie, wykazując obopólne związki. Jednakże spośród wszystkich zmiennych dominujące znaczenie mają trzy: popyt na nieruchomości, stopa procentowa i poziom inflacji. Stawki czynszu, determinujące dochodowość nieruchomości, oraz stopy zwrotu z nieruchomości są pochodną popytu na nieruchomości na rynku najmu i rynku lokat (por. rozdz. 3). Przedsięwzięcie deweloperskie jest zatem głównie związane z tzw. ryzykiem rynkowym (zmianami sytuacji na rynku), w mniejszym stopniu z ryzykiem specyficznym, związanym z daną nieruchomością. Oznacza to, że wynik finansowy przedsięwzięcia zależy nie tylko od przedsiębiorczości dewelopera, lecz również od czynników egzogenicznych – wielu twierdzi, że od szczęścia.

Deweloper może dążyć do zmniejszenia ryzyka poprzez prowadzenie przedstawionych niżej działań.

- Dokładną analizę rynku i prognozę jego zmian, gdyż zaniechanie badań rynku może stanowić jedną z przyczyn porażki projektu. Badania powinny dotyczyć grup wiekowych, kategorii dochodowych, aktywności zawodowej, cen nieruchomości, stawek czynszu, poziomu wynajęcia powierzchni. Wyniki tych badań są ważne dla określenia skali projektu. Inne dane poszukiwane są w celu sprecyzowania pożądanego standardu projektu – dotyczą one m.in. minimalnych wymagań klientów odnośnie jakości poszukiwanej powierzchni, standardu użytkowego, liczby parkingów itp.

- Dążenie do skrócenia przedsięwzięcia deweloperskiego; czym dłuższy okres trwania przedsięwzięcia deweloperskiego, tym większy jest wpływ kosztu finansowania, czym większy projekt (wymagający tym samym więcej czasu i kapitału), tym bardziej jest on narażony na rosnący koszt finansowania. Zmniejszenie kosztu finansowania można uzyskać dzięki np. podzieleniu budowy na etapy (realizacja drugiego etapu może być w znaczący sposób finansowana z dochodów generowanych przez pierwszy etap).

- Ustalenie zmiennych, na które najbardziej wrażliwy jest wynik finansowy, i dążenie do zabezpieczenia się przed ich zmianą, np. można uniknąć ryzyka wzrostu kosztu finansowania poprzez zaciągnięcie kredytu ze stałym oprocentowaniem, ryzyka zmienności kosztów budowy – poprzez zawarcie umowy z wykonawcą na realizację obiektów przy określonej cenie, ryzyka wynajęcia – poprzez zawarcie umów z najemcami w trakcie realizacji przedsięwzięcia, ryzyka spadku stawek czynszowych – poprzez odpowiednio zawartą umowę z najemcami, zapewniającą weryfikację stawek czynszu.

W praktyce deweloper nie może zabezpieczyć się przed wszystkimi rodzajami ryzyka. Biorąc pod uwagę koszty tych zabezpieczeń, przedsięwzięcie okazałoby się niewykonalne⁶. Deweloper może – ze względu na koszt ograniczenia ryzyka – wybrać tylko niektóre, najbardziej znaczące dla wyników badań.

⁶ W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, The Macmillan Press Ltd., London 1993.

9.2. Opłacalność przedsięwzięć deweloperskich

Deweloper jest uczestnikiem rynku, który dąży do maksymalizacji osiąganego przez siebie zysku. Oznacza to, że muszą być spełnione dwa warunki.

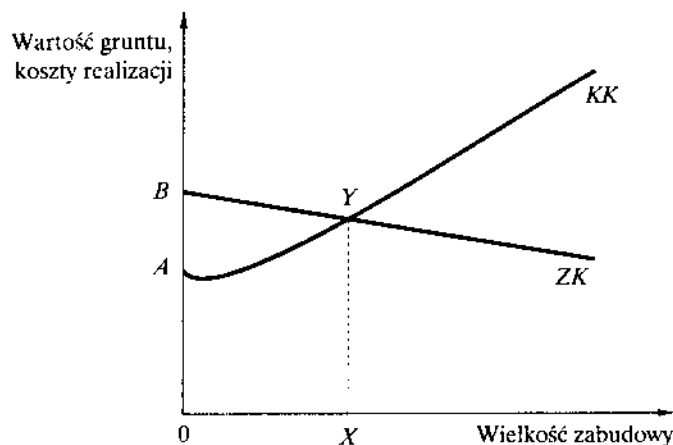
1. Spodziewana wartość nieruchomości po przeprowadzeniu procesu deweloperskiego musi przewyższać koszt nabycia gruntu, wszystkie koszty związane z realizacją projektu, łącznie z wymaganym przez dewelopera poziomem zysku.

2. Wartość nieruchomości po przeprowadzeniu procesu deweloperskiego musi przewyższać jej wartość dla istniejącego sposobu użytkowania. Jeżeli ten warunek nie będzie spełniony, deweloper nie nabędzie nieruchomości za cenę, przy której mógłby osiągnąć odpowiedni zysk. Właściele nie będą skłonni sprzedać deweloperowi nieruchomości za mniej, niż mogą uzyskać za nią przy obecnym sposobie użytkowania. Gdyby deweloper nabył prawo własności takiej nieruchomości, to bez rozpoczęcia procesu deweloperskiego mógłby zrealizować zysk, sprzedając ją po cenie równej wartości rynkowej.

Powyższe uwarunkowania ujawniają wagę wartości gruntu w procesach deweloperskich, ponieważ pozostałość po odjęciu kosztów od spodziewanej wartości rynkowej „udoskonalonej” nieruchomości wyznacza najwyższą cenę za grunt, jaką deweloperzy byliby skłonni zapłacić w celach zabudowy, remontu czy modernizacji. Deweloperska wartość gruntu odwzorowuje potencjalną jej wartość, przy założeniu najkorzystniejszego sposobu jej użytkowania. Oznacza to, że deweloper będzie dążył do optymalizacji użytkowania zasobów: decyzje te dotyczą wielkości zabudowy, rozwiązań architektonicznych i konstrukcyjnych budynku, zakresu usług, a także rodzaju przedsięwzięcia (budowa, rozbudowa czy remont i modernizacja).

Prześledźmy wpływ poszczególnych elementów decyzyjnych na wartość gruntu⁷.

1. Wpływ wielkości budynku (intensywność zabudowy). Wzrost wielkości budowy (poprzez przyrost liczby kondygnacji lub zwiększenie jednostek powierzchni)



Rysunek 9.1. Wartość gruntu, koszty realizacji a wielkość zabudowy

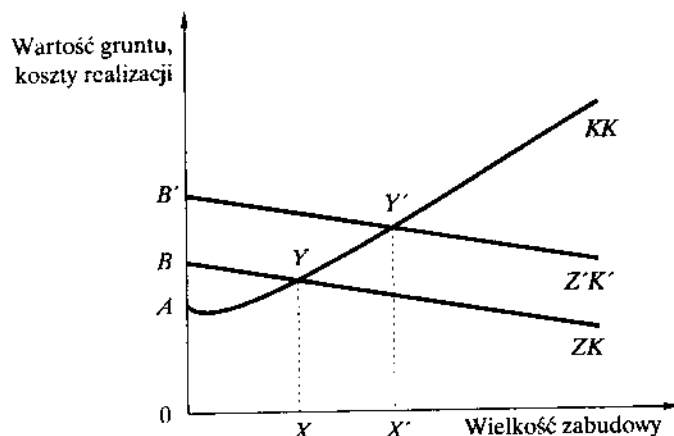
Źródło: na podstawie W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit.

⁷ Ibidem.

prowadzi początkowo do wzrostu zwrotu końcowego, rozumianego jako dodatkowy przychód dla dewelopera, jaki może on uzyskać zwiększając obiekt odniesiony do powierzchni gruntu – odcinek BY krzywej BZK na rysunku 9.1.

Jednakże krzywa zwrotu końcowego (ZK), obejmująca wszystkie koszty, łącznie z kosztem finansowania i zyskiem dla dewelopera, ma ujemne nachylenie, ponieważ kolejne zwiększenie obiektu powoduje wzrost kosztu końcowego (odcinek AY krzywej KK). Rosną bowiem nakłady potrzebne na realizację fundamentów, elementów konstrukcyjnych budynku, na wyposażenie w windy, w schody przeciwpożarowe, wydłuża się również cykl budowy. Maksymalną wielkość zabudowy wyznacza odcinek OX , a maksymalną cenę, jaką byłby skłonny zapłacić deweloper za grunt – pole AYB .

2. Wpływ zmian w kosztach realizacji i przychodach ze sprzedaży nieruchomości po zrealizowaniu procesów deweloperskich. Wzrost wartości rynkowej przedsięwzięcia deweloperskiego – przy stałym poziomie kosztów realizacji – spowoduje wzrost wartości gruntu. Sytuację tę ilustruje rysunek 9.2.



Rysunek 9.2. Wpływ zmian w kosztach realizacji i przychodach ze sprzedaży nieruchomości po zrealizowaniu procesów deweloperskich

Źródło: na podstawie W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit.

Wzrost wartości rynkowej, prowadzący do wzrostu ceny (przesunięcie krzywej ZK do poziomu $Z'K'$) powoduje zwiększenie wartości gruntu z poziomu YB do poziomu $Y'B'$. Jest to możliwe, wzrasta bowiem optymalna gęstość zabudowy z OX do OX' . Podobny skutek odniósłby spadek kosztów przy danym poziomie wartości nieruchomości (przesunięcie linii KK w dół przy poziomie wartości reprezentowanym przez linię ZK). Wzrost kosztów realizacji, wywołany np. wzrostem kosztów finansowania i inflacją kosztową, wywoła spadek wartości deweloperskiej gruntu.

Powyższe uwagi sugerują, że nie wartość gruntu determinuje gęstość zabudowy ani gęstość zabudowy nie wyznacza wartości gruntu, ale jeden i drugi element są wyznaczone przez zmiany w kosztach budowy i wartości rynkowej nieruchomości⁸.

⁸ Ibidem.

3. Wpływ lokalizacji. W lepszych lokalizacjach maksymalna cena, jaką może zapłacić deweloper za zakup gruntu, będzie większa niż w gorszych lokalizacjach. Koszty realizacji w obu lokalizacjach byłyby podobne – reprezentuje je linia KK na rysunku 9.2. Przychód z realizacji przedsięwzięcia w lepszej lokalizacji będzie większy, niż w lokalizacjach gorszych. Efekt finansowy lepszej lokalizacji reprezentuje linia $Z'K'$, gorszej ZK . Dzieje się tak dlatego, że za lepsze lokalizacje inwestorzy i najemcy są skłonni płacić więcej niż za gorsze lokalizacje.

4. Ograniczenie w gęstości zabudowy. Regulacje mogą dotyczyć zarówno wysokości, jak i powierzchni zabudowy. Każde ograniczenie uniemożliwia przesunięcie wartości z poziomu ZK do poziomu $Z'K'$, wpływając obniżająco na wartość gruntu. Jeżeli wystąpi ograniczenie gęstości zabudowy (zmniejszony zostanie odcinek QX), to bezpośrednim skutkiem będzie zmniejszenie wartości gruntu.

Reasumując, wartość gruntu jest wyznaczana jako nadwyżka przychodów otrzymanych wskutek przystosowania nieruchomości do danego sposobu użytkowania nad kosztami jego realizacji. Ponieważ czynniki te są zmienne, w okresie realizacji przedsięwzięcia deweloperskiego zmienia się popyt i podaż na nieruchomości, co powoduje zmianę stawek czynszowych, zmianę poziomu nie wykorzystanej powierzchni, a więc i poziomu wartości rynkowej nieruchomości, zmieniają się wytyczne planów miejscowych itp.; fluktuacjom podlega również wartość gruntu. Żadna z danych wejściowych nie jest pewna, natomiast model obliczeniowy pomija niepewność danych, co stanowi istotne źródło ryzyka projektu deweloperskiego.

9.3. Podatność procesów deweloperskich na cykle koniunkturalne

Dotychczasowe rozważania dotyczyły wpływu szczegółowych czynników na wartość gruntu, rozważaną jako pozostałość. Niektóre z tych czynników mają charakter zewnętrzny – odwzorowują one zmiany w aktywności gospodarczej, głównie prezentowane przez cykle koniunkturalne. Stanowią one źródło zmian popytu na powierzchnie i spodziewanego poziomu rentowności, warunkując tym samym poziom działalności deweloperskiej.

W fazie ożywienia (por. pkt 4.4), kiedy rosną stawki czynszu, maleją powierzchnie nie wynajęte, rośnie popyt inwestycyjny, rosną ceny transakcyjne, również wartość rynkowa nieruchomości wykazuje tendencję rosnącą. Silny wzrost wartości nieruchomości (wartości czynszowej i rynkowej) może być wywołany nie tylko wzrostem popytu na rynku najmu i na rynku lokat, ale również nieelastyczną podażą. Przy stałym poziomie kosztów realizacji wartość gruntu rośnie aż do poziomu, który gwarantuje deweloperowi wymagany przez niego minimalny poziom zysku.

Wartość gruntu będzie rosła szybciej niż wartość istniejącej nieruchomości przy aktualnym sposobie użytkowania. Wzrośnie podaż tych gruntów, spadną ich ceny, w efekcie wzrosną zyski możliwe do osiągnięcia przez deweloperów. Wzrośnie również popyt na grunty z ich strony, ale wzrost cen gruntów może być ograniczony przez wzrost docelowego zysku dewelopera. Dalszy wzrost cen gruntów zmniejszy popyt na

nie ze strony deweloperów, zmniejszając – w długim okresie – przyrost nowej powierzchni. Nie zawsze wzrost kosztów przedsięwzięcia deweloperskiego w stosunku do wartości nieruchomości wywoła spadek cen gruntów. Spadkowe trendy cen spowodują, że właściciele nieruchomości, podobnie jak deweloperzy, chcą maksymalizować zwroty. Gdy oferowane przez deweloperów ceny dla najkorzystniejszego sposobu użytkowania będą niskie, zbliżą się drastycznie do cen aktualnego sposobu użytkowania, co wpłynie dodatkowo na ograniczenie podaży. Sytuacja taka jest typowa dla gruntów, na których właściciele nieruchomości są świadomi potencjału deweloperskiego posiadanych przez siebie gruntów.

W fazie recesji ujawni się tendencja odwrotna – wystąpi spadek popytu zarówno na rynku najmu, jak i na rynku lokat. Wzrost wartości czynszowej nieruchomości może zostać zahamowany, a nawet może wystąpić jej spadek, co spowoduje zmniejszenie potencjalnych przychodów z ukończonych procesów deweloperskich. Jednocześnie rosną koszty przedsięwzięcia deweloperskiego – wzrost ten jest wywołany podwyżką stóp procentowych i zjawiskiem inflacji kosztowej. Stopa zwrotu dewelopera gwałtownie spada. Wartość gruntu, rozpatrywana jako nadwyżka, będzie silnie maleć, silniej, niż wynika to ze spadku wartości nieruchomości dla aktualnego sposobu użytkowania. Za interesowanie nowymi procesami deweloperskimi spadnie, gdyż deweloperzy nie będą gruntów po odpowiednio niskiej cenie, zapewniającej im opłacalność projektów (przy niskich cenach gruntów – co zostało wyjaśnione wcześniej – spadnie ich podaż), wiele projektów deweloperskich zostanie nie ukończonych. Niektórzy deweloperzy odejdą z rynku, inni, zmniejszając koszty i ryzyko działalności, wybiorą procesy polegające na modernizacji obiektów, które z reguły wymagają mniejszych nakładów i krótszego cyklu realizacji. Ci, którzy zakupili grunty, wstrzymają się z ich rozwojem, ponosząc tzw. koszty dojrzwania. Odwzorowują one koszty utrzymania gruntu w przewidywaniu przyszłych zysków z ich rozwoju.

Spadek działalności deweloperskiej spowoduje niedobór podaży, gdy gospodarka znowu wejdzie w nową fazę ożywienia. Wywoła ona ponowny wzrost popytu na powierzchnię, rozpoczynając nową falę procesów deweloperskich. Będą one tym silniejsze, im silniejszy będzie rozwój gospodarczy i im bardziej zużyty jest zasób budowlany, pozostający w eksploatacji.

9.2. Podsumowanie

- Jednym z uczestników rynku nieruchomości są deweloperzy. Deweloper to osoba fizyczna lub prawna, która inicjuje, propaguje, rozpoczyna i prowadzi realizację przedsięwzięcia deweloperskiego. Celem procesu deweloperskiego jest wzrost wartości nieruchomości.

Działania deweloperskie mogą obejmować bardzo zróżnicowany zakres: od zakupu gruntu, poprzez zmianę jego przeznaczenia, po budowę, ukończenie i jego sprzedaż, aż do realizacji przedsięwzięcia inwestycyjnego.

Można wyróżnić wiele form realizacji procesu deweloperskiego: deweloper może pełnić funkcję wykonawcy, gdy jego działalność jest odpowiedzią na zgłoszony na rynku popyt, lub funkcję promotorów, gdy kreuje podaż, nie znając konkretnego nabywcy, może wystąpić jako inicjator i organizator procesu deweloperskiego, który po jego realizacji sprzedaje go, lub deweloper-inwestor, który zainicjował pomysł, zrealizował go i utrzymywał celem osiągnięcia dochodu. Przedsięwzięcie deweloperskie obciążone jest znacznym ryzykiem.

• Opłacalność przedsięwzięcia deweloperskiego wyznaczona jest przez wiele zmiennych i zależy od intensywności zapadówy kosztów realizacji, lokalizacji, wartości gruntu. W chwili podejmowania decyzji o przedsięwzięciu deweloperskim zmieniają się nie tylko dane, lecz i oceniane. W trakcie realizacji zmienia się popyt i podaż na nieruchomości, zmienia się ocena stawek czynszu, poziomu wykorzystania powierzchni, co stanowi istotne źródło ryzyka projektu deweloperskiego.

• Wśród czynników wpływających na opłacalność deweloperów i opłacalności projektów podstawową rolę pełnią wahania koniunkturalne. Faza ożywienia sprzyja podejmowaniu realizacji nowych projektów. Wzrost popytu na powierzchnię i rosnące jej wypełnienie prowadzi – przy stałej elastyczności podaży – do wzrostu stawek czynszu, co stanowi istotne źródło dochodowości pierwszych projektów deweloperskich. Dochody z tych projektów zwiększają podaż w fazie recesji, drastycznie spadnie wiele z nich nie zostanie ukończonych, wielu deweloperów odejdzie z rynku. Doprowadzi to do powstania niedoboru podaży w fazie ożywienia.

Pytania kontrolne

1. Wskaz sposoby podniesienia wartości nieruchomości przez proces deweloperski.
2. Przedstaw zakres działań deweloperskich.
3. Omów fazy procesu deweloperskiego.
4. Wymień formy realizacji procesu deweloperskiego.
5. Omów czynniki wpływające na opłacalność przedsięwzięć deweloperskich.

Zarządzanie nieruchomościami

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• 10.1. Specyfika zarządzania nieruchomościami• 10.2. Ewolucja zarządzania• 10.3. Strategie zarządzania nieruchomościami | <ul style="list-style-type: none">• 10.4. Wpływ zarządzania na wartość nieruchomości• 10.5. Podsumowanie• Pytania kontrolne |
|--|---|

10.1. Specyfika zarządzania nieruchomościami

W literaturze przedmiotu wyróżnić można dwa podejścia do zarządzania nieruchomościami¹.

1. Podejście węższe, zgodnie z którym zarządzanie ograniczone jest do wykonywania spraw codziennych, jakie wynikają z użytkowania nieruchomości. Może ono zostać utożsamione z administrowaniem. W tym przypadku zarządca nie zajmuje się konkretnie efektywnością nieruchomości jako inwestycji, a jego zainteresowanie koncentruje się na fizycznym utrzymywaniu (konserwacji i remontach bieżących) obiektu i zgodności działań z ograniczeniami i wymaganiami umownymi i ustawowymi.

Zgodnie z tym ujęciem zarządzanie nieruchomościami polega na poborze dochodów z tej nieruchomości, zapobieganiu zaległościom czynszowym, zapewnieniu utrzymania, konserwacji i ulepszeń na rachunek własny lub na rachunek innych, ubezpieczeniu nieruchomości i pokrywaniu innych kosztów eksploatacyjnych.

2. Podejście szersze, zgodnie z którym zarządzanie wykracza poza zadania krótkoterminowe, obejmuje nie tylko administrowanie, ale stwarza konieczność postrzegania nieruchomości w złożonym otoczeniu rynkowym w długiej perspektywie. Do zadań długoterminowych należą m.in.:

- racjonalizacja najemców, polegająca na poszukiwaniu takich najemców, którzy przysparzają prestiżu nieruchomości, a ryzyko osiągnięcia od nich dochodu jest niewielkie,
- renegotjowanie umów najmu,
- ograniczenie liczby najemców na rzecz pojedynczego najemcy,

¹ Z raportu J. Lesoume'a i A. Desjongueres'a, *Administratorzy nieruchomości: realności i perspektywy zawodu*, przygotowanego na XXX Kongres CNAB w 1985 r. Definicja przytoczona przez A. Silvestrone na Konferencji „Zarządzanie nieruchomościami”, Łódź 1996.

- anulowanie praw innych osób do nieruchomości,
- dążenie do rozbudowy nieruchomości,
- zmiana funkcji pełnionej przez nieruchomość itp.

Realizacja wielu tych zadań wymaga stosowania rachunku ekonomicznego, uzasadniającego ich wybór.

Węższe postrzeganie zarządzania ma dzisiaj już tylko charakter historyczny. Dominującego znaczenia nabrało szersze postrzeganie zarządzania. W pracy zarządcy musi wystąpić jedność celów krótko- i długoterminowych. Przykładem nowoczesnego podejścia do zarządzania nieruchomościami jest definicja Thorncrofta, opublikowana już w latach sześćdziesiątych, według której zarządzanie to kierowanie i nadzorowanie udziałem prawnym w posiadłości ziemskiej, w celu zapewnienia optymalnego zwrotu².

Szersze postrzeganie zarządzania w odniesieniu do nieruchomości rozwinęło się powszechnie dopiero w latach osiemdziesiątych. Jego wyrazem jest poniższa definicja: „Zarządzanie nieruchomościami (...) odnosi się do krótko- i długoterminowych celów właściciela, w szczególności obejmuje: negocjowanie najmów oraz inicjowanie i negocjowanie rewizji czynszów i odnawiania najmów, pilnowanie fizycznej konserwacji i realizacji postanowień umów dzierżawnych, reorganizowanie możliwości rozwoju potencjału nieruchomości, wypełnianie prawnych i społecznych obowiązków właściciela względem społeczności³”.

Wydaje się, że powyższa definicja jest spójna z najnowocześniejszymi definicjami zarządzania. Ukazuje ona proces zarządzania w długookresowej skali, tworzy wizję przyszłości przedmiotu zarządzania i formułuje zasady postępowania wobec rynku.

W świetle nowoczesnych definicji zadaniem zarządcy „...jest ciągłe podnoszenie wartości nieruchomości poprzez twórcze wynajdywanie coraz to nowych sposobów zwiększania przychodów i zmniejszania wydatków, jednoczesne utrzymanie nieruchomości w stanie pozwalającym przyciągnąć i utrzymać dobrych najemców”⁴.

Konieczność utrzymania i zwiększenia wartości zarządzanej nieruchomości podkreśla również A. Downs⁵. W wyniku dobrego zarządzania ulega zwiększeniu nie tylko wartość nieruchomości, ale również wartość firmy, będącej w posiadaniu właściciela nieruchomości.

Reasumując, pod pojęciem **zarządzania nieruchomościami** rozumieć będziemy zespół czynności zmierzających do zabezpieczenia wartości kapitałowej (rynkowej) nieruchomości oraz – gdy to jest możliwe – do jej przekroczenia. Oznacza to, że w wyniku procesu zarządzania wartość indywidualna nieruchomości powinna być zbliżona do wartości rynkowej lub – o ile to możliwe – przekroczyć ją.

Właściciel może sam zarządzać swoją nieruchomością albo też przenosić swoją moc prawną, zgodnie z przepisami pełnomocnictwa, na **zarządcę nieruchomości**. Zarządzający działa na rzecz właściciela, wypełnia wobec najemców zobowiązania wy-

² M. Thorncroft, *Principles of Estate Management*, Estates Gazette, London 1965.

³ Por. D. Scarlett, *Property Management*, Spon, London 1983.

⁴ B. Burrough, *Różnica pomiędzy zarządzaniem nieruchomościami biurowymi, przemysłowymi i handlowymi*, „Świat Nieruchomości” 1997, nr 21.

⁵ A. Downs, *Principles of Real Estate Management*, IREM, Chicago 1981.

mi

ia na wartość

iami

ządzania nieru-

st do wykony-
Może ono zo-
e zajmuje się
sowanie kon-
nych) obiektu
wymi.

borze docho-
nieniu utrzy-
ch, ubezpie-

adania krót-
ś postrzega-
ie. Do zadań

ców, którzy
niewielkie,

erspektywy za-
trone na Kon-

najmującego oraz pobiera na jego rachunek czynsze, czuwa nad wykonaniem zobowiązań właściciela opłacając wynagrodzenie personelu zatrudnionego dla utrzymania nieruchomości, opłacając naprawy, regulując podatki i inne koszty. Może – zgodnie z szerszym podejściem do zarządzania – podejmować się realizacji zadań, wymagających stosowania rachunku ekonomicznego. Zarządca działa w imieniu właściciela, reprezentuje jego interesy wobec użytkowników nieruchomości, ale również zapewnia użytkownikom właściwe warunki użytkowania nieruchomości.

Zarządzanie staje się wtedy dziedziną profesjonalnych usług na rynku nieruchomości. Zarządzający stara się utrzymać wartość nieruchomości, zapewnić odpowiedni dochód z nieruchomości, dba o odpowiedni poziom inwestowania w nią. Zarządzanie, oprócz czynności wykonywanych przez zarządzającego, obejmuje jednak zawsze czynności pozostające w gestii właściciela, np. decyzje o zmianie funkcji nieruchomości, decyzje o sprzedaży itp. Zarządzający powinien służyć poradą właścicielowi w sprawie powiększania wartości nieruchomości poprzez modernizację, rozbudowę czy zmianę funkcji. Czasami musi uświadomić właścicielowi potencjał tkwiący w nieruchomości. Oznacza to, że dopiero współdziałanie obu tych podmiotów może zapewnić przetrwanie, a także rozwój przedmiotu zarządzania w otoczeniu rynkowym.

Celem zarządzania, jak stwierdzono, jest co najmniej utrzymanie wartości nieruchomości. Realizując ten cel jednostka zarządzająca musi uwzględnić otoczenie przedmiotu zarządzania i jego dynamikę zmian.

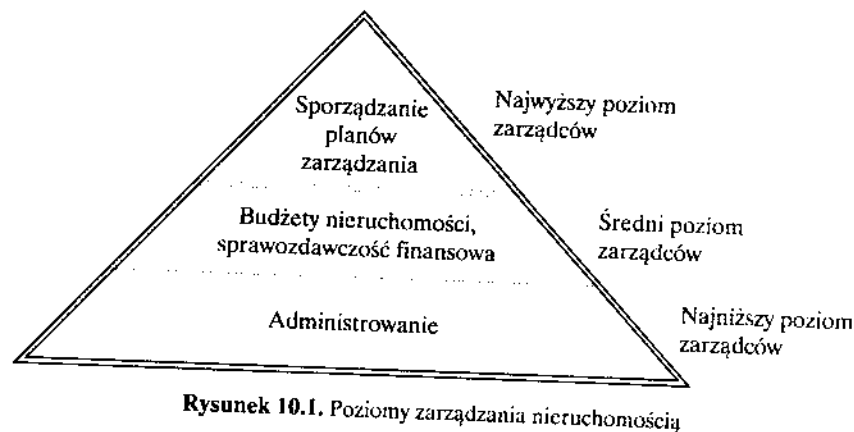
Zarządzający musi posiadać szeroki zakres umiejętności: od zarządzania ludźmi do wyspecjalizowania w inwestowaniu i w określeniu wartości nieruchomości w zmieniającym się otoczeniu. Dzisiaj, jak to stwierdza A. Śliwiński, „...od zarządcy nieruchomości oczekuje się nie tylko umiejętności administracyjnych oraz biegłej znajomości technicznych, prawnych i ekonomicznych uwarunkowań bieżącego użytkowania budynków, lecz również wiedzy i doświadczenia dotyczącego zmieniających się potrzeb użytkowników, znajomości koniunktury gospodarczej, warunków rynkowych i gospodarki przestrzennej, a przede wszystkim projektowania przedsięwzięć inwestycyjnych i modernizacyjnych, które wywierają istotny wpływ na wartość nieruchomości”⁶. Zarządzanie wykracza zatem poza czynności administrowania, które stanowią tylko jego część składową.

Zadania krótko- i długoterminowe reprezentują dwa poziomy zarządzania. Poziomymi tymi są odpowiednio: zarządzanie operacyjne i strategiczne⁷. **Zarządzanie operacyjne** związane jest z rutynowym bieżącym zarządzaniem nieruchomością, **zarządzanie strategiczne** związane jest z decyzjami odwzorowującymi średnio- i długookresowe strategie właściciela.

Trzy poziomy zarządzania przedstawiono na rysunku 10.1.

⁶ A. Śliwiński, *Zarządzanie nieruchomościami, Podstawy wiedzy i praktyki gospodarowania nieruchomościami*, Placet, Warszawa 2000, s. 21.

⁷ *Real Estate Management. Property Management*, Study Pack, The Nottingham Trent University, Nottingham 1994.



Rysunek 10.1. Poziomy zarządzania nieruchomościami

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiciele każdego szczebla wyposażeni są w odpowiednie zadania i atrybuty władzy, ponosząc odpowiedzialność za powierzony zakres prac. Skuteczność zarządzania – jak wykazuje powyższy schemat – wymaga zatem odpowiedniego rozwarstwienia.

Rola zarządcy wynika z uprawnień i obowiązków, jakie zostają sprecyzowane w umowie o przejęciu nieruchomości w zarząd. Na ogół zarządca wykonuje tzw. czynności zwykłego zarządu. Czynności przekraczające zwykły zarząd spoczywają na właścicielu. Umowa zawarta między właścicielem i zarządcą musi precyzować oba obszary. Zakres czynności zwykłego zarządu zależy w dużym stopniu od wzajemnych stosunków i zaufania między zarządcą a właścicielem.

Przedstawione definicje zarządzania odzwierciedlają istotę zarządzania każdą nieruchomością, bez względu na jej rodzaj. Jednakże zarządzanie poszczególnymi rodzajami nieruchomości odznacza się pewną specyfiką.

Specyfika **zarządzania nieruchomościami mieszkalnymi** wynika m.in. z:

- funkcji społecznej mieszkania, co powoduje występowanie przepisów prawnych regulujących zasady kształtowania czynszów czy chroniących lokatorów np. przed eksmisją,
- występowania zróżnicowanych form własnościowych poszczególnych zasobów w obrębie tej samej nieruchomości,
- braku dopasowania siły nabywczej najemców (właścicieli lokali mieszkalnych) do wielkości powierzchni i kosztów utrzymania mieszkania,
- występowanie wielu właścicieli danej nieruchomości; niska siła nabywcza ludności, wysoka cena usługi mieszkaniowej stanowi istotny problem na etapie podejmowania decyzji o remoncie czy modernizacji.

Powyższe cechy powodują, że zarządzanie tymi nieruchomościami jawi się jako wyjątkowo trudne. W procesie zarządzania trzeba ograniczyć się jedynie do wpływów pokrywających koszty utrzymania. Istotą zarządzania tymi nieruchomościami może być jedynie dążenie do utrzymania wartości nieruchomości, zapobieżenie jej spadkowi, a nie przyrost tejże wartości.

Dążenie nie tylko do utrzymania, ale także do wzrostu wartości występuje w przypadku **zarządzania nieruchomościami komercyjnymi**. W zarządzaniu tymi nieru-

chomościami występuje również specyfika. Przykładowo, charakter usług świadczonych przez nieruchomość **biurową** wymaga, aby biuro zarządcy znajdowało się na terenie nieruchomości. Przedstawiciele firm wynajmujących powierzchnie biurowe wymagają wysokiego standardu świadczonych usług. Często w centrach biurowych – obok podstawowej funkcji – występują dodatkowe udogodnienia dla najemców, takie jak: parking strzeżony czy gabinet odnowy biologicznej, co stwarza dodatkowe problemy dla zarządcy⁸. Na zarządzającym powierzchniami **handlowymi** spoczywa odpowiedzialność za utrzymanie zewnętrznych terenów nieruchomości i wewnętrznych powierzchni wspólnych, natomiast nie zajmuje się on wewnętrzną powierzchnią sklepów. Podobnie jak przy nieruchomościach biurowych, zarządca musi dbać o odpowiednią strukturę najemców i zapewnić ochronę obiektu. Czynnikiem wyróżniającym jest konieczność kontroli ze strony zarządcy wielkości sprzedaży osiągananej przez najemców. Sytuacja taka występuje w odniesieniu do nieruchomości, dla których wielkość płaconego właścicielowi czynszu zależy od wartości sprzedaży. Pewną specyfiką odznacza się również zarządzanie nieruchomościami **przemysłowymi**. Często spotykaną sytuacją jest tutaj wynajmowanie całej nieruchomości jednemu najemcy, który pokrywa wtedy wszystkie koszty eksploatacyjne. Kiedy jest wielu najemców, może wystąpić umowa, zgodnie z którą właściciel (w jego imieniu zarządca) odpowiada za budynek z zewnątrz, a klienci za jego wnętrze. W przypadku nieruchomości przemysłowych, klienci odpowiedzialni są za konserwację i utrzymanie większej liczby elementów niż w przypadku nieruchomości biurowych i handlowych⁹. Zarządzanie ułatwia brak powierzchni wspólnych, które należałoby utrzymywać, mniejsza liczba potrzebnego personelu obsługującego nieruchomość, mniejsza liczba gości i klientów odwiedzających teren nieruchomości, mniejsza liczba zatrudnionych na 1 m². Istotnym ułatwieniem są również mniejsze oczekiwania dotyczące standardu nieruchomości. Do specyficznych zadań zarządcy nieruchomości przemysłowymi należy m.in. kontrola wpływu nieruchomości na środowisko i zgodność z przepisami o ochronie środowiska, konieczność dokonywania pomiarów ilości zużywanej energii czy wody przez poszczególnych najemców¹⁰.

Oprócz zarządzania pojedynczą nieruchomością, w literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na zarządzanie portfelem inwestycji w nieruchomościach (*property portfolio management*). W tym ujęciu zarządzanie związane jest z zarządzaniem majątkiem osób prywatnych lub prawnych, który został zakupiony w celach inwestycyjnych. Zarządzający pakietem musi dysponować wiedzą na temat innych możliwości inwestycyjnych, co pozwala na dokonanie porównań. Przez cały czas będzie on podejmował działania wykazujące, czy nieruchomości są dobrą lokatą kapitału¹¹. To spojrzenie na zarządzanie wykazuje zdecydowane różnice w porównaniu z zarządzaniem pojedynczymi nieruchomościami.

⁸ B. Burrough, *Różnice pomiędzy zarządzaniem nieruchomości biurowych, przemysłowych i handlowych*, op.cit., s. 18–21.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ Por. m.in. N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management, An Introduction*, Routledge, London, New York 1991.

Ro
XX¹². F
na prze
przeds
nienie
do pod
dowlan
w stosu
trudnie
ze wzro
Ro
łość o s
rzystnie
aby spr
gali czę
pierws
W
podejm
Coraz s
jako ob
talem, l
wartość
ciela. Z
się syst
i funk
Wzrosł
udziale
derniza
mi, otw
Za
tu wid
Bezpos
Na prz
kapitał
a także
początl
stych s
właścic
go zew

¹² S

Warszaw

¹³ N

10.2. Ewolucja zarządzania

Rozkwit zarządzania jako wysoko wykwalifikowanej działalności przypadł na wiek XX¹². Rozwojowi towarzyszyła również zmiana postrzegania wagi zarządzania. Żyjący na przełomie XIX i XX wieku A. Marshall wymienił – obok ziemi, kapitału i pracy – przedsiębiorczość jako czwarty czynnik produkcji¹³. Ewolucji podlega również rozumienie i postrzeganie roli zarządcy nieruchomości. Początkowo sprowadzała się ona do podstawowej rachunkowości i księgowości. W miarę, jak zwiększał się zasób budowlany, zmieniała się również struktura własności na rynku, rosła liczba najemców w stosunku do liczby właścicieli, a wraz z tymi zmianami pojawiła się konieczność zatrudnienia coraz większej liczby zarządców. Zapotrzebowanie na tę profesję rosło wraz ze wzrostem liczby rezydencji i powstawaniem tzw. drapaczy chmur.

Rolą zarządcy było raczej administrowanie, a więc m.in. zbieranie czynszów i dbałość o stan techniczny obiektów, a nie doradzanie właścicielowi zmierzające do najkorzystniejszego wykorzystania nieruchomości. Ich działania były improwizowane, gdyż aby sprostać nowopowstającym problemom, zarówno właściciele, jak i zarządcy, polegałi często na intuicji. Takie postrzeganie roli zarządcy charakterystyczne było dla **pierwszego etapu rozwoju zarządzania**.

W okresie rewolucji przemysłowej oraz gwałtownego rozwoju urbanizacji zadania podejmowane przez przedstawicieli tego zawodu stawały się coraz bardziej złożone. Coraz silniejsza była bowiem świadomość, że nieruchomość nie może być traktowana jako obudowa procesu produkcyjnego czy usług handlowych. Nieruchomość jest kapitałem, którego wartość zależy od jakości zarządzania, kapitałem, który może podnieść wartość podmiotu gospodarczego, wpłynąć na jego wynik finansowy i dochody właściciela. Zarządca, kalkulując dochód z nieruchomości, musiał uwzględniać zmieniający się system opodatkowania, utratę wartości nieruchomości wskutek technicznego i funkcjonalnego zużycia, coraz bardziej skomplikowany system umów i dzierżaw. Wzrosło również estetyczne znaczenie nieruchomości, świadczące o prestiżu i jego udziale w rynku. Coraz większego profesjonalizmu wymagały decyzje remontowe i modernizacyjne. Zapoczątkowało to **drugą fazę rozwoju zarządzania** nieruchomościami, otworzyło drogę do wprowadzenia naukowych metod.

Za ojczyznę naukowego zarządzania uznaje się Stany Zjednoczone. Wyraźnie tu widać ewolucję zarządzania nieruchomościami, a także zmianę roli zarządcy. Bezpośrednim bodźcem był przyrost zasobu budowlanego i przemiany własnościowe. Na przełomie XIX i XX wieku nieruchomości postrzegane były jako dobra lokata kapitału, co sprzyjało wznoszeniu domów wielorodzinnych, budynków biurowych, a także obiektów handlowych. Przyczyniło się to do zmian własnościowych. Na początku XX wieku dominowała własność (75%), ale już pod koniec lat dwudziestych struktura ta gwałtownie zmieniła się – tylko 25% ludności miast stanowili właściciele, a 75% najemcy. Stanowiło to rozszerzenie obszaru zasobu wymagającego zewnętrznego zarządzania i stworzyło konieczność rozwinięcia wynajmu jako

¹² Szerzej B. Gliński, P. Szczepankowski, *Zarządzanie strategiczne, geneza, rozwój, priorytety*, Key Text, Warszawa 1996, s. 17–20.

¹³ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, WN PWN, Warszawa 1994, s. 411–413.

oddzielnej czynności¹⁴. Znaczenie zarządzania było doceniane, o czym świadczy wypowiedź prezesa Krajowego Stowarzyszenia Giełd Nieruchomości w 1913 r.:

„Zarządzanie jest tym, co uważam za najważniejszą fazę inwestowania w dom mieszkalny. Zarządca budynku musi dopatrzeć, aby przedsiönki były czyste, by zatrudnieni w budynku byli mili i uprzejmi i by tuziny innych szczegółów nie były zaniebawiane, albo lokatorzy wyprowadzą się. Pójdą tam, gdzie jest odpowiednie zarządzanie. Wasz zarządca musi być człowiekiem o silnym charakterze i zdolności do interesów. Musi mieć do swego budynku mieszkalnego taki sam stosunek, jak ma konduktor do swego pociągu lub kapitan do swego statku. Musi w pełni panować nad obiektem. Nie może pozwolić, by rozmaite sugestie i skargi lokatorów sprowadziły go z właściwego kursu¹⁵.

Rosła świadomość, że sam właściciel nie jest w stanie udźwignąć rozszerzających się zadań, mało efektywne okazało się również tworzenie oddziałów wynajmów w biurach obrotu nieruchomościami. Instytucjonalnym wyrazem zmian w tworzeniu się zawodu zarządcy było powołanie w 1923 r. Wydziału Zarządzania Nieruchomościami w ramach Krajowego Stowarzyszenia Giełd Nieruchomości. Wydział ten podjął badania dotyczące oceny ekonomicznej efektywności przedsięwzięć deweloperskich, a problematyka zarządzania rozważana była na konferencjach organizowanych przez deweloperów¹⁶. Wydział przeprowadził badania, które ujawniły groźbę powstania nadpodaży na rynku wynajmowanych powierzchni, co nieuchronnie prowadzi do obniżenia stawek czynszów i spadku stóp zwrotu. W historii zarządzania miało to znaczenie epokowe – oznaczało wejście w nowy etap zarządzania, w którym obowiązki zarządcy rozszerzają się na analizy rynkowe, planowanie finansowe i dbałość o najemców. Oznaczało to jednocześnie zwiększenie rangi zawodu zarządcy – rozumienie jego udziału poza fazą użytkowania. Sugerowano, że uwagi zarządcy mogą okazać się cenne również na etapie podejmowania procesów deweloperskich.

Kolejnym impulsem do rozwoju teorii zarządzania i ewolucji roli zarządcy był kryzys gospodarczy w końcu lat dwudziestych. Zapoczątkował on **trzecią fazę w historii zarządzania nieruchomościami**. Kryzys ten silnie odbił się na rynku nieruchomości, powodując przejęcie znacznej części zadłużonych nieruchomości przez kredytodawców.

Sektor bankowy nie był jednak przygotowany do zarządzania tymi zasobami. Zarządzanie zostało powierzone praktykom z rynku nieruchomości, którzy świadomi nowych zadań powołali Instytut Zarządzania Nieruchomościami w Chicago (IREM). Instytut ten rozpoczął działalność w 1933 r. Początkowo uwaga Instytutu koncentrowała się na odpowiedzialności finansowej zarządców nieruchomości i etycznych normach ich postępowania. Instytut, dbając o poziom kwalifikacji swoich członków, rozwinął program edukacyjny, podkreślając nową rolę, pełnioną przez zarządcę – do jego zadań zaliczał nie tylko czynności związane z bieżącym utrzymaniem nieruchomości, lecz również dbałość o redukcję kosztów ogólnych i eksploatacyjnych, zagadnienia pla-

¹⁴ W. Walters, *The Practise of Real Estate Management for the Experienced Property Manager*, Institute of Real Estate Management, Chicago, Illinois, 1995, s. 5–17.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ *Ibidem*.

iświadczy wypo-
3 r.:

stawiania w dom
ty czyste, by za-
w nie były zanie-
dpowiednie za-
e i zdolności do
osunek, jak ma
ni panować nad
sprowadziły go

rozszerzających
majmów w biu-
wzrozeniu się za-
ruchomościami
n podjął bada-
wierskich, a pro-
ch przez dewe-
ania nadpoda-
obniżenia sta-
czenie epoko-
rządcy rozsze-
w. Oznaczało
udziału poza
te również na

zarządcy był
ią fazę w hi-
rynku nieru-
omości przez

ni zasobami.
rzy świadomi
go (IREM).
i koncentro-
ycznych nor-
lonków, roz-
lę – do jego
ruchomości,
dnienia pla-

er, Institute of

nowania i analizy. Jeden z członków Instytutu, J.C. Downs, zaproponował w 1938 r. stworzenie przez zarządców programu zarządzania, obecnie określonego jako plan zarządzania. Początkowo był on rozumiany jako krótkoterminowy plan, w którym zarządca analizuje rynek, okolicę i nieruchomość celem sformułowania zaleceń dla właściciela, co należy zrobić z nieruchomością. Pod koniec lat czterdziestych uważano, że dodatkowo powinien on obejmować sformułowanie celu, omówienie istoty programu, wskazanie, jak mogą być spełnione jego wymagania. Program zarządzania miał pomóc zabezpieczyć kapitał i zapewnić właścicielowi stały i zadowalający zwrot z jego inwestycji, podnieść wartość nieruchomości i ograniczyć zakres obciążeń spoczywających na barkach właściciela.

Idea sporządzania przez zarządcę programu zarządzania wprowadza istotne zmiany jakościowe w procesie zarządzania – obok problemów, „co robić, by nieruchomość dobrze funkcjonowała”, wprowadza problem „co chcemy osiągnąć”. Te zmiany jakościowe świetnie ujmuje poniższy cytat:

„Dla przeciętnej osoby, która myśli o statku na morzu, całkowicie otoczonym setkami mil wody, kompas i sekstans ukazują się jako błogosławione instrumenty, dzięki którym możliwa staje się pomyślna podróż. W istocie, kapitan bez względu na to, jak wykwalifikowany w sztuce instrumentów, nie może pomyślnie ukończyć podróży bez mapy, ukazującej położenie miejsca, do którego dąży. Wiedza o tym, jak żeglować, to jedno, zaś wiedza o punkcie docelowym, to co innego. Po nauczaniu się czegoś o mechanice kierowania problemem zarządzania nieruchomością, następny krok obejmuje proces sporządzania mapy zarządzania nieruchomością – proces określania celu, do którego się dąży – program zarządzania”¹⁷.

Stanowi to rozwinięcie myśli Seneki, że nie ma sprzyjającego wiatru dla tego, kto nie wie, dokąd zmierza¹⁸.

Okres drugiej wojny światowej zapoczątkował kolejną, **czwartą fazę zarządzania**. Sprzyjał on powstawaniu wielkich instytucji, czemu towarzyszyło przekonanie o korzyściach koncentracji produkcji. Budowano duże obiekty kubaturowe, które wymagały profesjonalnego zarządzania. Źródłem dalszej ewolucji stały się także osiągnięcia ogólnej teorii zarządzania, która wskazywała na konieczność naukowego rozwiązywania problemów, podkreślała rangę zarządzania osobowego, obejmującego rekrutację, selekcję, szkolenia, nadzorowanie i motywowanie pracowników, podkreślała konieczność rozwoju kierownika, by mógł pozostać efektywnym w przyszłości. Cennym aspektem w rozważaniach było podkreślenie roli marketingu, rozumianego nie tylko jako dbałość o zbyt produktu czy usługi, ale również jako badanie rynku, potrzeb i upodobań klientów, a także roli długookresowego planowania, które pozwala skupić się na potrzebach rynku i tak rozmieścić zasoby, by te potrzeby były zaspokojone.

Wagę spojrzenia długofalowego potwierdziła praktyka gospodarcza – koniec lat sześćdziesiątych i początek lat siedemdziesiątych zmieniły w istotny sposób amerykański rynek nieruchomości. Był to okres wielkiego boomu inwestycyjnego, nastawionego na realizację wielkich obiektów kubaturowych o funkcji mieszkalnej, biurowej i han-

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ J. Penc, *Strategie zarządzania*, Placet, Warszawa 1995, s. 211.

dlowej. Na rynku nieruchomości ujawniły się również zmiany w strukturze inwestorskiej – obok inwestora indywidualnego pojawił się inwestor instytucjonalny, który tworzy portfel inwestycyjny (zbiór różnych instrumentów finansowych) i postrzega nieruchomość z punktu widzenia ryzyka i zwrotu na szczeblu portfela nieruchomości. Wystąpiły również zmiany w samej strukturze organizacyjnej zarządców – koncentracji produkcji i koncentracji kapitału sprzyjała koncentracja zarządzania. Wystąpiły tendencje tworzenia wielkich spółek zarządców, dostarczających wszystkich usług w zakresie zarządzania.

Nowym elementem staje się odpowiedzialność społeczna zarządcy za zarządzany zasób. Wymusza to rosnąca świadomość wyczerpywania się zasobów naturalnych, pojawiających się granic wzrostu, które utrwalają potrzebę zachowania i zarządzania istniejącymi zasobami. Wiele państw, akceptując rolę czynników ekonomicznych i środowiskowych, podjęło hasło zmiany strategii gospodarowania: w miejsce produkcji nowych dóbr, fetyszyzującej ekonomikę wzrostu za wszelką cenę, przyjęto tzw. strategię eksploatacji. Istotą jej jest polityka produkcji dóbr o dużej trwałości i podatności na remonty i modernizacje. W tych warunkach zmienia się również stosunek do istniejących budynków i budowli. Przedłużenie ich trwałości, lepsze przygotowanie do długotrwałej sprawności technicznej i użytkowej, możliwość adaptacji do nowej funkcji pozwala ograniczyć wsad energetyczny i zużycie wielu materiałów budowlanych. Z drugiej strony – szybki wzrost gospodarczy niektórych krajów, rewolucja informatyczna, zmiany w technologii wytwarzania przyspieszają procesy zużycia funkcjonalnego wielu nieruchomości, szczególnie nieruchomości biurowych i przemysłowych, wymuszając procesy modernizacji czy adaptacji.

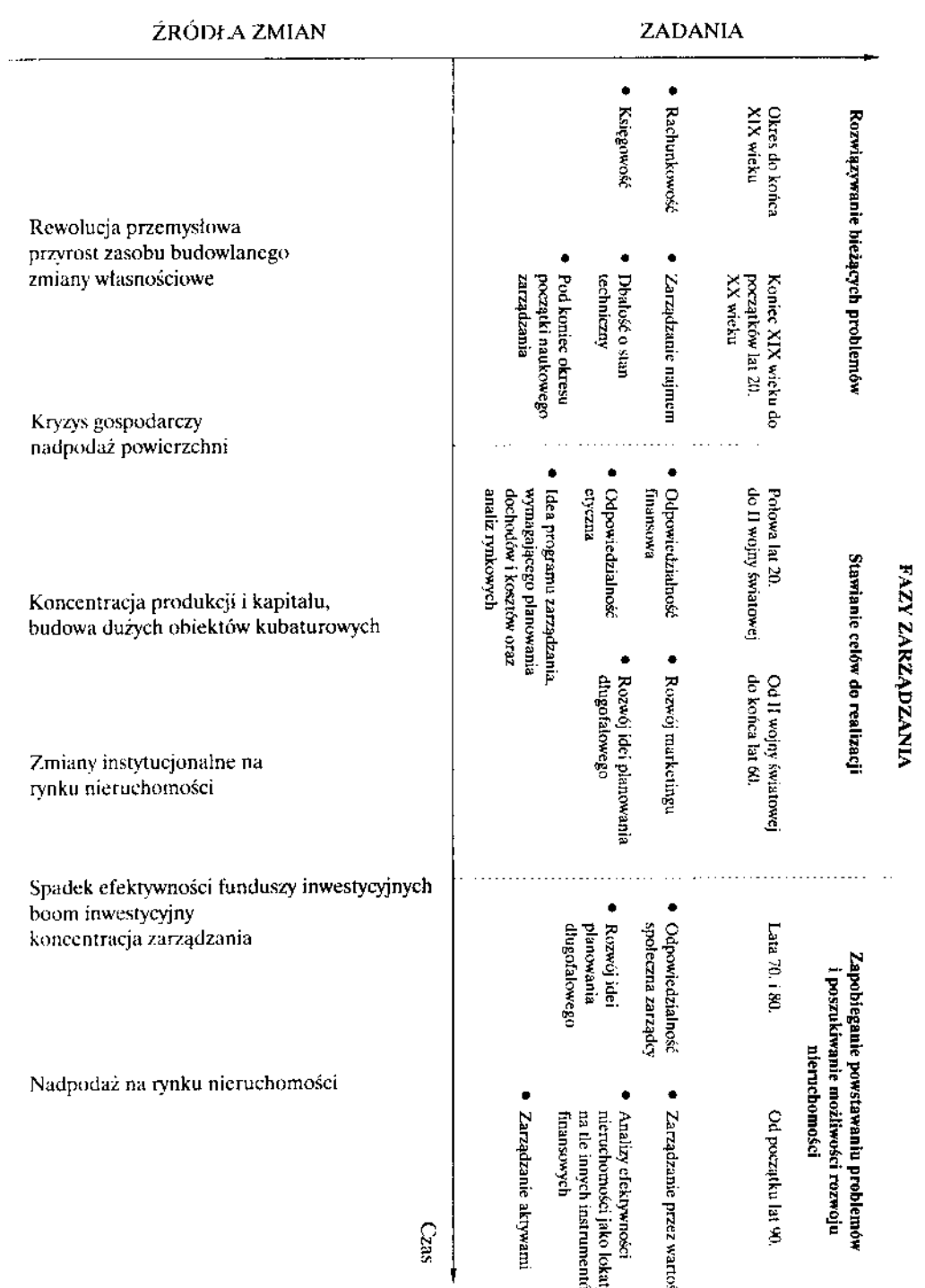
Dla teorii i praktyki zarządzania zmiany te stały się istotne – oznaczają one konieczność rozszerzenia obszaru zainteresowania zarządcy z rozwiązywania powstałych problemów na zapobieganie ich powstawaniu i poszukiwanie możliwości rozwoju nieruchomości, by zasób nieruchomości był wydajny. Zarządzanie nieruchomością stało się bardziej nastawione na działania wyprzedzające zdarzenia niż reagujące na zdarzenia zaistniałe. Skuteczny zarządca przewiduje problemy i możliwości i reaguje na nie z wyprzedzeniem, aby kontrolować sytuację.

Wielkim wyzwaniem dla zarządzania nieruchomościami staje się nie tylko sprostanie innowacjom technologicznym, powodującym coraz większą złożoność obiektów budowlanych, ale innowacjom społecznym, które umożliwiają coraz lepsze wykorzystanie nieruchomości, nie tylko poprzez poprawę standardu technicznego i użytkowego, ale także poprzez konwersję, czyli zmianę funkcji. Proces konwersji staje się koniecznością w budynkach, w których pojawia się tzw. syndrom pustego budynku (*empty building syndrome*)¹⁹, tzn. nie odpowiadają one współczesnym standardom, przepisom prawa, posiadają małe powierzchnie, przestarzałe instalacje wodnokanalizacyjne, elektryczne, klimatyzacyjne, niemożliwe do zmiany standardów ze względu na wysoki koszt²⁰. W teorii zarządzania nosi to nazwę zarządzania dla przyszłości (*management for the future*). Otworzyło to **piątą fazę w rozwoju zarządzania** – por. rysunek 10.2.

¹⁹ Por. P.F. Muhlebach, *New Life for Old Office Buildings*, „Daily Journal of Commerce”, 23 maja 1997 r.

²⁰ *Ibidem*.

3 maja 1997 r.
 rysunek 10.2.
 management
 i na wysoki
 cyjne, elek-
 episom pra-
 (empty bul-
 się koniec-
 użytkowego,
 wykorzysta-
 że obiektów
 lko sprost-
 aguje na nie
 e na zdarze-
 mością stało
 rozwoju nie-
 a powstałych
 zają one ko-
 zając procesy
 wielu nieru-
 czna, zmiany
 drugiej stro-
 kcji pozwala
 długotrwałej
 o istniejących
 atności na re-
 lzw. strategicz-
 produkcji no-
 mych i środo-
 rządzenia ist-
 uralnych, po-
 a zarządzany
 n usług w za-
 wystąpiły ten-
 koncentracji
 homości. Wy-
 strzeżenia nieru-
 ny, który two-
 rze inwestor-



Rysunek 10.2. Ewolucja zarządzania i jej źródła
 Źródło: opracowanie własne.

Nieruchomość coraz bardziej jest postrzegana jako biznes, a więc prawidłowe jego funkcjonowanie wymaga prowadzenia badań, opracowania strategii inwestycyjnej, dążenia do maksymalizacji wydajności nieruchomości, przejawiającej się w większej wartości czynszowej, mierzonej rocznym dochodem i wartości kapitałowej, mierzonej ceną, możliwą do uzyskania za nieruchomość na rynku. Prawidłowe funkcjonowanie nieruchomości użytkowanych na własne potrzeby wymaga dbałości o utrzymanie bądź wzrost wartości odtworzeniowej. Zarządzanie odnosi się nie tylko do pojedynczej nieruchomości, ale także do dużej liczby nieruchomości różnych rodzajów, posiadanych przez osobę fizyczną lub organizację. Zarządca nieruchomości, szczególnie nieruchomości nabywanych w celach dochodowych, musi brać pod uwagę efektywność nieruchomości jako inwestycji, porównywać ją do innych lokat kapitałowych, jak akcje, udziały, obligacje itp. Każdego dnia jest odpowiedzialny za podnoszenie wartości nieruchomości.

W ewolucji zarządzania widoczne jest przejście od tradycyjnego zarządzania (*property management*) do zarządzania majątkiem trwałym (*asset management*). Na etapie zarządzania aktywami nieruchomość oceniana jest z punktu widzenia jej przydatności w procesie realizacji biznes planu organizacji. Na tym etapie mogą być prowadzone rozważania typu: udział nieruchomości w aktywach firmy jako aktywa mało płynnego, tworzenie planu zbycia mało wykorzystywanych nieruchomości, sprzedaż z najmem, utrzymanie własności nieruchomości czy wynajmowanie potrzebnych powierzchni na tle prognoz rozwoju rynku nieruchomości. Aktywne zarządzanie stwarza możliwość oszczędności kosztów. Jedno z badań amerykańskich wykazało, że własność nieruchomości ma sens tam, gdzie chodzi o bezpieczeństwo lub korzyści z amortyzowania kosztownych obiektów, jest ona korzystna również dla przedsiębiorstw o niskich marżach, kapitałochłonnych i o stabilnej pozycji na rynku. Najem jest preferowany tam, gdzie często zmieniające się biznes plany wymagają elastycznego działania²¹. Aktywne zarządzanie może także poprawić dostęp do kapitału, np. poprzez wypracowanie zbycia niewykorzystanych nieruchomości, odmrożenie kapitału poprzez sprzedaż typu *sale-leaseback* (właściciel sprzedaje nieruchomość, pozostając jej najemcą)²². Aktywne zarządzanie polepsza efektywność operacyjną. Pozbycie się nieruchomości nie w pełni wykorzystywanych czy zmiana ich funkcji poprawia wynik bilansowy podmiotu.

Warto zauważyć, że wraz z ewolucją wymiaru zarządzania, rozszerza się obszar działania zarządcy. Tradycyjnie jego rola ograniczała się do fazy użytkowania już zabudowanym gruntem. Od wczesnych lat siedemdziesiątych uznano w Stanach Zjednoczonych również znaczenie doświadczeń zarządcy w procesie deweloperskim. Jego udział ujawnia się na etapie analizy warunków rynkowych, przeglądów planów projektowanych budynków, oceny możliwości dokonywania remontów i konserwacji czy kosztów eksploatacji, oceny popytu na dany rodzaj powierzchni, a także tempa zasiedlania obiektu. Doświadczenia zarządców uznano jako cenne dla deweloperów, gdyż często ich ogląd rynku jest realistyczny, podczas gdy agenta wynajmu i dewelopera nadmiernie optymistyczny. Zarządca może proponować zmiany udoskonalające początkowy

²¹ D. DeCoster, *Consider Real Estate an Asset, Atlas and Guide*, „Expansion Management” 1993, s. 20-24.

²² Sprzedaż nieruchomości wynajętej umożliwia uzyskanie wysokiej ceny.

prawidłowe jego i inwestycyjnej, j się w większej owej, mierzonej funkcjonowanie utrzymanie bądź pojedynczej nie- w, posiadanych ólnie nierucho- tywność nieru- ych, jak akcje, ie wartości nie-

rzadzania (*pro- ent*). Na etapie ej przydatności e prowadzone nało płynnego, aż z najmem, owierzchni na rza możliwość ość nierucho- zowania kosz- kich marżach, ny tam, gdzie . Aktywne za- owanie zbycia z typy *sale-le-* Aktywne za- ci nie w pełni miotu.

za się obszar ania już zabu- h Zjednoczo- . Jego udział projektowa- i czy kosztów a zasiedlania ; gdyż często era nadmier- początkowy

projekt, np. w zakresie najkorzystniejszego rozplanowania ruchu pojazdów i położenia parkingu, ramp rozładunkowych czy nawet usytuowania pojemników na odpadki.

Obecność zarządcy w fazie realizacji umożliwia bieżące nadzorowanie robót, zmniejsza uciążliwość dla otoczenia. Po zakończeniu przez wykonawcę budowy, kierownik budowy w towarzystwie zarządcy powinien dokonać odbioru, rejestrując roboty poprawkowe. Zarządca przejmuje wszystkie rysunki konstrukcyjne i dokumentację gwarancyjną, ma wykaz wszystkich podwykonawców i dostawców materiałów. Często jeszcze w okresie realizacji zabudowy zarządca promuje nieruchomość i podpisuje umowy najmu.

W Stanach Zjednoczonych w sektorze nieruchomości panuje powszechne przekonanie, że aby przedsięwzięcie deweloperskie mogło osiągnąć sukces, powinien być uwzględniony wkład każdego specjalisty z dziedziny nieruchomości, w tym szczególnie zarządcy.

Pomimo roli, jaką odgrywa zarządzanie w efektywnym wykorzystaniu nieruchomości, waga zarządcy nie zawsze i nie we wszystkich krajach uzyskuje wiodącą pozycję w dziedzinie nieruchomości. Ze szczególną ostrością ujawnia się siła tego zawodu w okresach kryzysu. Zarządca staje się wtedy katalizatorem rynku nieruchomości. Potwierdza to nie tylko wspomniana sytuacja w latach dwudziestych w Stanach Zjednoczonych. Do spopularyzowania zarządzania wśród zawodów na rynku nieruchomości przyczynił się ponownie gwałtowny spadek dochodowości funduszy powierniczych, specjalizujących się w inwestowaniu w nieruchomości. W latach siedemdziesiątych stały się one bardzo popularnym sposobem inwestowania. Kiedy ich dochodowość, na skutek nasycenia rynku i błędnej kalkulacji wydatków spadła, tysiące nieruchomości w Stanach Zjednoczonych stało się własnością banków. Podobnie jak w latach dwudziestych, uczestnicy rynku uświadomili sobie znaczenie zarządzania. Gdy rynek nieruchomości ponownie umocnił się, zarządzanie postrzegane było znowu jako drugorzędna, pomocnicza funkcja.

W latach dziewięćdziesiątych, w warunkach nadpodaży powierzchni komercyjnych, znaczenie tego zawodu na rynku wzrosło. Okazało się, że sektor nieruchomości dysponuje zbyt wielką liczbą deweloperów, projektantów, pośredników, kredytodawców i kierowników budów. Natomiast zarządzanie nieruchomościami i zarządzanie aktywami pozostały jedynymi obszarami z dziedziny nieruchomości komercyjnych, które nie doznały uszczerbku liczebnego²³. Odpłatnego zarządzania nieruchomościami zaczęli podejmować się również deweloperzy, co stworzyło im możliwość pokrycia części kosztów ogólnych firmy deweloperskiej, a także wygenerowanie zysku. Powstało przekonanie, że jak długo zasób nieruchomości pozostanie taki sam, tak długo będzie potrzeba zatrudnienia takiej samej liczby zarządców nieruchomości.

Jednakże zmiany, jakie ujawniły lata dziewięćdziesiąte w Stanach Zjednoczonych, tworzą nowe uwarunkowania, które wpłyną na branżę zarządzania, rozpoczynając być może kolejny, **szósty etap rozwoju zarządzania**. Zmniejsza się przyrost nowego zasobu, wielu właścicieli przejmuje zarządzanie, następują zmiany organizacyjne w firmach zarządzających (por. pkt 11.2.3).

²³ 1993, s. 20–24.

²³ A.A. Alexander, R.F. Muhlenbach, *Managing and Leasing Commercial Properties, Complex Issues*, J. Wiley and Sons, Inc., New York, Toronto, Singapore 1993.

Trafne również w odniesieniu do nieruchomości zdaje się być twierdzenie P. Druckera, iż obecnie „... zarządzanie doznaje szalonych ataków. (...) forma jednak, którą przybierze, może być jutro całkiem odmienna od dzisiejszej. Ograniczenia, kontrola, struktura, władza i retoryka zarządzania mogą się zmienić wręcz dramatycznie”²⁴.

Podobnie jak na Zachodzie, tak i w Polsce, zarządzanie przeżyło ewolucję – od wąskiego ujęcia zarządzania, utożsamianego z administrowaniem zasobu, do szerokiego rozumienia, według którego nieruchomość jest przedmiotem analiz i rachunku ekonomicznego.

Do końca lat osiemdziesiątych zarządzanie nieruchomościami w Polsce nastawione było na utrzymanie istniejącej substancji celem świadczenia w nich usług lub wytwarzania produktów. Powolne zmiany zachodzące w gospodarce powodowały spowolnienie zużycia funkcjonalnego nieruchomości, koncentrując uwagę na zużyciu technicznym. Na wielu obszarach popyt na powierzchnię przewyższał podaż. Zjawisko to objęło nie tylko zasób mieszkaniowy, ale m.in. także handlowy czy produkcyjny. W warunkach rynku producenta uwaga skoncentrowana była na fazie produkcji, a nie użytkowania. Rola nieruchomości była drugorzędna, miała charakter usługowy – nieruchomość stanowiła miejsce realizacji dóbr i usług, nie stanowiła przedmiotu analizy ekonomicznej.

Zmiany polityczne i gospodarcze w latach dziewięćdziesiątych ujawniły, że nieruchomości podlegają silnym oddziaływaniom zewnętrznym. Ich źródłem jest prawodawstwo (m.in. zmiana systemów podatkowych, zasad funkcjonowania przedsiębiorstw państwowych), zmiany w gospodarce w skali makro (wahania poziomu produktu krajowego brutto, poziomu inflacji i poziomu bezrobocia), w skali mezo (poziomu rozwoju regionu i perspektyw jego zmian), a także w otoczeniu i sąsiedztwie (np. jakość zabudowy czy przebieg linii komunikacyjnych).

Procesowi transformacji towarzyszyły bankructwa wielu podmiotów gospodarczych, co wpłynęło z jednej strony na wystąpienie nadpodaży powierzchni przemysłowych, z drugiej – na zmniejszenie siły nabywczej ludności, ograniczając popyt na nieruchomości. Zmiany te przyczyniły się również do przyspieszenia deprecjacji wielu nieruchomości, czyli spadku ich wartości na skutek nie tylko zużycia technicznego czy spadku popytu, ale także zużycia funkcjonalnego. W pierwszym okresie transformacji widoczna była duża podaż nieruchomości przemysłowych, brakowało natomiast nieruchomości biurowych. Jednocześnie nieruchomość stawała się coraz częściej obiektem inwestowania, co wpłynęło na pojawienie się – obok powierzchni użytkowanych przez właścicieli – powierzchni przeznaczonych na wynajem. Ujawniła się silna dysproporcja między standardem nowo oddawanych powierzchni czy powierzchni wyremontowanych i zmodernizowanych a standardem powierzchni, które nie były poddawane takim zabiegom.

W przypadku niektórych nieruchomości pojawiły się zjawiska aprecjacji, czyli wzrostu wartości – np. obiekty zabytkowe nabierają coraz większej wartości. „Nowa ekonomia”, podobnie jak na Zachodzie, przyczyni się do zmiany wartości nieruchomości.

²⁴ P.F. Drucker, *Zarządzanie w czasach burzliwych*, „Biblioteka Nowoczesności”, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1995, s. 225.

ycie twierdzenie
) forma jednak,
aniczenia, kon-
ecz dramatycz-

ewolucję – od
u, do szerokie-
rachunku eko-

olse nastawio-
slug lub wytwa-
rały spowolnie-
życiu technicz-
ż. Zjawisko to
ukcyjny. W wa-
ccji, a nie użyt-
igowy – nieru-
dmiotu analizy

wniły, że nieru-
est prawodaw-
siębiorstw pań-
luku krajowe-
nu rozwoju re-
akość zabudo-

ów gospodar-
ni przemysł-
opyt na nieru-
ji wielu nieru-
tego czy spad-
sformacji wi-
omiast nieru-
ciej obiektem
wanych przez
dysproporcja
yremontowa-
ławane takim

recjacji, czyli
tości. „Nowa
nieruchomo-

mia Ekonomicz-

ści. Zachodzące zmiany ujawniają, że korzyści, jakie może osiągnąć właściciel nieru-
chomości, ulegają silnym fluktuacjom – por. rozdz. 11. W tych warunkach zarządzający
nieruchomością nie mogą postrzegać jej przez pryzmat bieżącej sytuacji. Wymagane
jest spojrzenie długofalowe, uwzględniające zmieniające się otoczenie. Wymagane jest
myślenie strategiczne. Nie jest ono sprawą wyboru – staje się koniecznością.

Wymóg myślenia strategicznego potwierdził ustawodawca, który zobligował kan-
dydata na zarządcę do przygotowania i obrony planu zarządzania. Pomimo że plany
te mogą okazać się w praktyce nietrafione, proces planowania jest zawsze nieodzow-
ny. Pozwala bowiem ustalić problemy i poszukiwać dróg usprawnień. Analiza kolej-
nych wariantów pozwala symulować przyszłość. Oznacza to, że plan zarządzania
może stać się pożytecznym instrumentem zarządzania nie tylko nieruchomościami
traktowanymi jako źródło osiągania dochodu, ale także nieruchomościami użytko-
wanymi przez właścicieli.

10.3. Strategie zarządzania nieruchomościami

Strategie zarządzania to globalne oraz wewnętrznie spójne koncepcje realizacji
procesu zarządzania: obejmują określoną filozofię zarządzania oraz związane z nią
procedury, środki i zasady zarządzania. Spójność określonej strategii zarządzania pole-
ga na tym, że w jej ramach stosować można tylko takie zasady i techniki, które przy-
stają do jej logiki, natomiast inne należy eliminować²⁵.

Przed rozpoczęciem budowy strategii należy dokładnie i obiektywnie określić do-
bre i słabe strony przedmiotu zarządzania oraz dokładnie zanalizować otoczenie, w ja-
kim on działa. Proces budowy strategii musi być zatem poprzedzony:

- analizą przedmiotu zarządzania (dobrych i słabych stron),
- analizą otoczenia, mającą na celu wykrycie zagrożeń i wykreowanie szans w oto-
czeniu.

W świetle dotychczasowych rozważań **strategię zarządzania nieruchomościami**
można zdefiniować jako najważniejsze elementy programu działań długoterminowych,
niezbędnych do utrzymania się na rynku i rozwoju nieruchomości lub jej części. W od-
niesieniu do różnych segmentów rynku nieruchomości (np. nieruchomości mieszka-
niowych, nieruchomości komercyjnych itp.) mogą wystąpić różne rodzaje strategii. Ich
zróźnicowanie może wynikać również ze skali działań (zarządzanie jedną nieruchomo-
ścią czy portfelem nieruchomości) czy zmienności otoczenia. Oznacza to, że można
różnie klasyfikować strategie zarządzania.

Na przykład, z punktu widzenia użytkownika nieruchomości, można wyróżnić
strategię nastawioną na:

- posiadanie nieruchomości na własność, poprzez:
 - zachowanie prawa własności do posiadanych nieruchomości (strategia zacho-
wawcza);
 - nabywanie nowych nieruchomości na własność (strategia deweloperska);
- wynajmowanie nieruchomości.

²⁵ A.K. Koźmiński (red.), *Współczesne koncepcje zarządzania*, PWN, Warszawa 1987.

Strategia nastawiona na posiadanie nieruchomości na własność będzie koncentrowała się na utrzymaniu dobrego stanu technicznego i użytkowego obiektów bądź – przy nabyciu nowych nieruchomości – na optymalizacji nakładów inwestycyjnych dla zaspokojenia potrzeb użytkowych. Posiadanie na własność nieruchomości pozwala zmniejszyć koszty poprzez redukcję kosztów najmu. Jednocześnie podmiot, jako właściciel nieruchomości, może dokonywać odpisów amortyzacyjnych od budynków i budowli. Amortyzacja jest kosztem, który zmniejsza podstawę naliczania podatku dochodowego, ale nie jest wydatkiem.

Strategia nastawiona na wynajmowanie nieruchomości może koncentrować się na właściwej eksploatacji obiektów, jeżeli przedstawiają one dobry stan techniczny, lub inwestowaniu w wynajmowaną powierzchnię, celem podniesienia jej standardu technicznego i użytkowego. W pierwszym przypadku podmiot wynajmujący nieruchomość ponosi koszty najmu i bieżącego utrzymania nieruchomości, nie jest obciążony nakładami związanymi z remontem o głębszym zakresie czy kosztami modernizacji. W drugim przypadku podmiot, który inwestuje w cudze środki trwałe, korzysta z czasowo obniżonego czynszu.

W obu przypadkach strategii wyróżnionych z punktu widzenia użytkownika, tj. strategii nastawionej na posiadanie nieruchomości na własność i strategii nastawionej na wynajmowanie, można wyróżnić elementy strategii zachowawczej i innowacyjnej, nastawionej na rozwój.

Z punktu widzenia efektywności wykorzystania posiadanych nieruchomości, można wyróżnić²⁶:

- strategię zorientowaną na dochód i wartość kapitałową nieruchomości,
- strategię zorientowaną na wartość kapitałową i dochód,
- strategię realizacji celów użytkowych.

Strategia zorientowana na dochód i wartość kapitałową nieruchomości jest strategią osiągania względnie stabilnych dochodów z nieruchomości w długim okresie. Zakłada ona rezygnację z wyższych, ale krótkotrwałych dochodów, np. kosztem niższej dbałości o stan techniczny poprzez zaniechanie napraw i wymian. Strategia ta przyjmowana jest przez właścicieli, którzy traktują nieruchomość jako długotrwałą lokatę kapitału. Utrzymanie wartości kapitałowej uwarunkowane jest stabilizacją strumienia dochodów i nie podejmowania ryzyka ich osiągnięcia.

Strategia nastawiona na wartość kapitałową i dochód polega na poszukiwaniu najkorzystniejszych lokat kapitałowych w nieruchomości. Wzrost wartości kapitałowej może być osiągnięty poprzez:

- kupno–sprzedaż nieruchomości,
- inwestowanie w posiadane już nieruchomości, polegające na: remontowaniu, modernizacji, rozbudowie, częściowej lub całkowitej zmianie funkcji pełnionej przez nieruchomość.

Strategia zorientowana na cele użytkowe jest typowa dla nieruchomości nie nastawionych na dochód. Jest ona charakterystyczna dla nieruchomości użytkowanych na użytek własny lub nieruchomości publicznych. Zadaniem zarządzającego jest kontrola kosztów utrzymania nieruchomości, która służy realizacji określonych celów.

²⁶ Por. A. Śliwiński, *Zarządzanie nieruchomościami*, op.cit., s. 59–62.

Z punktu widzenia aktywności zarządzania, można wyróżnić przedstawione niżej strategie.

1. Strategię defensywną, czyli bierną, reaktywną, zachowawczą, asekuracyjną.

Jest ona nastawiona na zachowanie dotychczasowej pozycji na rynku, na przetrwanie, ogranicza do minimum zmiany, preferuje tradycje, unika ryzyka. Biernie zarządzanie to sposób zarządzania w znacznym stopniu reakcyjny: właściciel nieruchomości nie podejmuje żadnych działań, w najlepszym wypadku minimalne kroki, zmierzające do zapewnienia maksymalnych wyników inwestycji. Ten styl zarządzania występuje głównie w stosunku do nieruchomości użytkowanej przez właściciela na cele produkcyjne. Wysiłek skierowany jest wtedy głównie na sprawność eksploatacyjną nieruchomości. Jeżeli właściciel sam użytkuje nieruchomość, będzie wykazywać ograniczone zainteresowanie, czy nabyte nieruchomości spełniają wymogi inwestycji. Jeżeli nieruchomość jest wynajmowana, biernie zarządzanie oznacza, że właściciel nie poszukuje okazji do maksymalizacji wyników posiadanej inwestycji. Nieruchomości posiadane w celach inwestycyjnych, zarządzane biernie, są chętnie wynajmowane na warunkach obligujących najemcę do ponoszenia wszelkich kosztów związanych z konserwacją, naprawą, przebudową i rozbudową nieruchomości. Zaangażowanie właściciela ujawnia się w chwili upływu okresu najmu, waloryzacji stawek czynszowych, braku najemcy itp.

Biernie zarządzanie niesie ze sobą zarówno zalety, jak i wady. Niewątpliwą zaletą jest ograniczenie konieczności zarządzania (cecha ta uważana jest za wadę inwestowania w nieruchomości) i kosztów zarządzania do minimum. Jeżeli nieruchomość jest wynajęta jednemu najemcy, a jest on rzetelny i kompetentny, nieruchomość może być dobrze utrzymana i w miarę potrzeb ulepszana. Wadą jest zaś to, że nieruchomość może nie osiągać należytych dochodów, chociażby z racji nie przystosowania jej do aktualnych wymogów użytkowania.

2. Strategię ofensywną, czyli strategię aktywną, ekspansywną, innowacyjną, która jest nastawiona na działania przedsiębiorcze, wymagające wyobraźni i pomysłowości, elastyczności i odwagi, na ponoszenie ryzyka. Broni ona przed stagnacją i bankructwem, wymusza rozwój i postęp.

Zarządzanie aktywne (czynne) polega na ciągłym poszukiwaniu sposobów poprawienia wyników, zarówno pojedynczej nieruchomości, jak i całego portfela. Aktywny styl zarządzania obejmuje strategię długoterminową oraz działania krótkoterminowe. Aktywne zarządzanie rozpoczyna się w momencie planowania inwestycji, poprzez okres rozwoju, jej codziennego utrzymania, aż do jej sprzedaży. Dla nieruchomości posiadanych w celach inwestycyjnych najważniejsze będą warunki najmu, dla nieruchomości mieszkalnej – kwestie utrzymania, napraw i odnowy. Zarządzanie aktywne zmierza do podniesienia efektywności i wartości nieruchomości. Dlatego też zarządca musi rozumieć procesy zachodzące w gospodarce i ich implikacje dla rynku nieruchomości, mierzyć i analizować efektywność wykorzystania nieruchomości.

Aktywne zarządzanie realizowane jest zarówno na poziomie zarządzania operacyjnego, jak i strategicznego. Na poziomie zarządzania operacyjnego obejmuje ono następujące rodzaje działań:

- negocjowanie stawek czynszowych,
- restrukturyzację umów najmu czy dzierżawy,
- remontowanie bieżące nieruchomości.

Aktywne zarządzanie strategiczne przykładowo obejmuje następujące działania:

- ustanowienie strategii rozwoju,
- kształtowanie polityki nabywania nowych nieruchomości lub zbywania już posiadanych,
- remont kapitalny, przebudowę i modernizację nieruchomości,
- określenie oczekiwanej stopy zwrotu,
- ocenę efektywności inwestycji.

Strategia ofensywna nie jest jednolita. Może przyjąć elementy strategii pionierskiej, przejawiającej się w dziedzinie nieruchomości nowatorskim sposobem zagospodarowania przestrzeni, śmiałymi rozwiązaniami architektonicznymi, konstrukcyjnymi, głębokim zasięgiem modernizacji. Może przyjąć również elementy strategii naśladowczej, kopiującej rozwiązania już stosowane.

Z punktu widzenia dostosowania się jednostki do otoczenia wyróżniamy:

- **strategię wycofania**, przejawiającą się w rezygnacji z uczestnictwa z rynku,
- **strategię konsolidacji**, polegającą na pozostawianiu przy niektórych, uznanych za atrakcyjne sferach działania i zintensyfikowaniu działań prowadzących do obniżenia kosztów i poprawy swego działania na rynku poprzez polepszenie sposobu obsługi klientów i jakości świadczonych usług.

Już we wstępnej fazie planowania inwestycji, właściciel nieruchomości musi określić, czy zarządzanie nieruchomością realizowane będzie „bez udziału” czy „z udziałem” właściciela. Właściciel może zarządzać bezpośrednio, kiedy sprawuje osobiście nadzór nad nieruchomością, lub pośrednio. Przy zarządzaniu „z udziałem” właściciela, zachowuje on kontrolę nad zawieranymi umowami z najemcami, nad ubezpieczeniem, remontami, czy konserwacją²⁷.

Klasyfikacje strategii nie wykluczają się wzajemnie – właściciel może być zwolennikiem pośredniej kontroli nad nieruchomością, przyjmując aktywny sposób zarządzania nią.

Zmieniające się otoczenie rynkowe wymaga odmiennych strategii. Czasami strategia naśladowcza, a więc postępowanie zgodnie z zasadą „ja też”, może okazać się niewystarczająca – dogonienie konkurencji może nastąpić zbyt późno. Ambicją każdego właściciela powinno być aktywne zarządzanie.

Często decyzja, czy zarządzać nieruchomością bezpośrednio czy pośrednio, zależy od typu nieruchomości i wymogów najemcy. Gdy nieruchomość wynajmowana jest jednemu użytkownikowi, łatwo zdecydować się na pośredni styl zarządzania. Wybór zależy również od koniunktury na rynku – gdy rynek znajduje się w stanie recesji czy depresji, występuje tzw. rynek najemcy i prawdopodobnie właściciel, chcąc dostosować się do jego wymagań, będzie musiał ponosić koszty napraw. Jeżeli rynek będzie w fazie ożywienia, właściciel może zaostrzyć warunki najmu. Jednakże umowy na warunkach pełnej odpowiedzialności najemcy za konserwację, naprawy i wszystkie inne wydatki

²⁷ Por. *Real Estate Management*, op. cit.

(FRI – *full repairing and insuring lease*) są rzadko spotykane na świecie. Rozwiązania takie, często krytykowane²⁸, przyjęły się jedynie w Wielkiej Brytanii²⁹. Natomiast w Stanach Zjednoczonych nie akceptuje się ich, bowiem nieruchomości, w których najemca jest odpowiedzialny w pełni za konserwację, remonty i wszelkie inne wydatki, relatywnie przynoszą niższą stopę zwrotu³⁰.

Każda strategia musi być wspierana kilkoma **taktykami** – prostymi, codziennymi zadaniami. Taktyka zajmuje się konkretnymi czynnościami.

10.4. Wpływ zarządzania na wartość nieruchomości

W cyklu życia nieruchomości można wyróżnić kilka etapów³¹:

- etap inwestowania w grunt, często zmiana jego przeznaczenia, poszukiwanie najkorzystniejszego sposobu jego wykorzystania, zabudowa,
- etap użytkowania zabudowanego gruntu; w trakcie tego etapu dokonywane będą remonty, modernizacja, przebudowa, rozbudowa, zmiana funkcji pełnionej przez nieruchomość,
- etap likwidacji nieruchomości.

Na poziom wartości nieruchomości wpłynie przede wszystkim etap pierwszy, jako efekt projektu deweloperskiego. Chociaż i tutaj istotny wpływ na wartość może wywrzeć zarządca (por. pkt 10.2). Ale najlepiej przygotowany i zrealizowany projekt deweloperski nie zachowa swojej wartości kapitałowej bez odpowiedniego zarządzania w fazie użytkowania. Zarządca ma za zadanie ciągłe podnoszenie wartości nieruchomości poprzez twórcze wynajdowanie coraz to nowych sposobów zwiększania dochodów i zmniejszania wydatków, jednoczesne utrzymywanie nieruchomości w stanie pozwalającym przyciągać i utrzymać dobrych najemców (por. pkt 10.1).

Proces zarządzania nieruchomością, która generuje dochód lub stwarza możliwość jego osiągnięcia, determinuje poziom wartości poprzez wywieranie wpływu na:

- wysokość dochodów,
- ryzyko ich osiągnięcia.

²⁸ Powodem krytyki FRI jest m.in. interpretacja prawna warunków umowy, dotyczących m.in. zasięgu pojęcia „pełnych remontów”, trudności rozgraniczenia remontu od odnowienia, procesu starzenia się obiektu, który mógłby być zahamowany przy zarządzaniu „z udziałem” właściciela. Ujemne strony dzierżawy typu FRI powodują, że nasila się tendencja przyjmowania przez właściciela niektórych zobowiązań remontowych poprzez opłatę za usługi.

²⁹ N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management*, op.cit.

³⁰ *Real Estate Management*, op.cit.

³¹ Termin „cykl życia nieruchomości” ma oczywiście charakter umowny, bowiem przedmiotowi, jakim jest nieruchomość, nadaje się cechy istoty żywej. Takie określenie w odniesieniu do przedmiotów nieożywionych znalazło powszechne zastosowanie w terminologii naukowej, np. w marketingu. Szerzej o cyklu życia nieruchomości [w:] E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zarządzanie nieruchomościami*, Instytut Nieruchomości Valor, Łódź 2000, s. 33–38.

Zależność między wartością, dochodem i ryzykiem przedstawia wzór [1] (por. rozdz. 6). Zarządzanie wywiera wpływ na wysokość dochodu m.in. poprzez przedstawione niżej działania zarządcy.

1. Dbłość zarządcy o stan techniczny i standard użytkowy. Stawki czynszu, jak i wypełnienie obiektów, zależą od ich jakości technicznej i użytkowej. Czym mniejsza dysproporcja między popytem i podażą na rynku najmu, tym wyższy będzie wpływ obu elementów na dochodowość nieruchomości. Dobre jakościowo obiekty przyciągną lepszych najemców. Zapewnienie akceptowanego przez rynek poziomu technicznego i użytkowego obiektów wymaga nie tylko dokonywania okresowych napraw i wymian, wchodzących w skład konserwacji i remontów bieżących, ale również inicjowania przez zarządcę remontów o głębszym zakresie, a także inicjowania modernizacji, by dostosować standard obiektu do zmieniających się oczekiwań najemców.

2. Dążenie do dostosowania funkcji obiektów do zmieniających się potrzeb rynku. Zarządca, w celu zwiększenia funkcjonalności obiektów dla najemców, może dążyć do wbudowania nowej funkcji, np. restauracyjnej w biurowcu, co znakomicie podnosi jakość życia najemców. Zarządca może dążyć również do zmiany proporcji wykorzystania nieruchomości, zwiększając udział powierzchni, która generuje wyższe dochody. Przykładowo, w nieruchomości o funkcji magazynowo-biurowej wyższe stawki czynszu osiągane są z powierzchni biurowej. Jeżeli rynek sygnalizuje popyt na powierzchnię biurową, zarządca może dążyć do przekwalifikowania części powierzchni magazynowej na biura. Minimalny poziom realizacji tego wariantu może polegać na przeniesieniu siedziby zarządcy do zaadaptowanej powierzchni.

Rynek lokalny może wysłać sygnały, że z powodu zmian w otoczeniu gospodarczym, a także zmian w danym segmencie rynku, polegających na wzroście nowej podaży czy zmian technologicznych, których wiodącym elementem jest komputeryzacja i wprowadzenie internetu (por. pkt 11.2), dotychczasowa funkcja, pełniona przez nieruchomość, może nie być akceptowana. Powierzchnie pustoszeją, nieruchomość nie generuje dochodów, tylko wydatki związane z jej utrzymaniem, których poziom nie zależy lub zależy częściowo od wypełnienia. Do wydatków tych należą m.in. podatek od nieruchomości, opłata za użytkowanie wieczyste gruntu, ubezpieczenie nieruchomości, koszty ogrzewania budynku w okresie zimowym, dozór, oświetlenie budynku. Może pojawić się lub pojawia się wspomniany już „syndrom pustego budynku”. Typowymi przykładami w Polsce są nieruchomości przemysłowe, dla których jedyną szansą pozostania w fazie użytkowania jest doprowadzenie do zmiany ich funkcji. W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych kilkadziesiąt nieruchomości przemysłowych w Warszawie zostało zaadaptowanych na funkcję biurową, gdyż rynek, poprzez sygnały cenowe (stawki czynszu) ujawniał duży popyt na powierzchnie biurowe. Również wiele kamienic czynszowych częściowo lub całkowicie zmieniło funkcję. Proces zmiany funkcji, tzw. proces konwersji, jest procesem ciągłym, charakterystycznym dla wielu rynków lokalnych, odwzorowującym potrzeby tych rynków. Przykładowo, w Łodzi trwa przekształcanie budynków przemysłowych dla funkcji komercyjnej. Wielkim projektem deweloperskim jest Manufaktura – na obszarze 27 ha gruntu powstaje 140 tys. powierzchni komercyjnej. Znaczący udział tej powierzchni zostanie udostępnionych w obiektach pofabrycznych. Będą to m.in. biura, hotel, powierzchnie handlowe.

zór [1] (por. zez przedsta-

awki czynszu, Czym mniej- będzie wpływ ty przyciągną technicznego aw i wymian, owania przez i, by dostoso-

się potrzeb mców, może i znakomicie ny proporcji eruje wyższe wyższe staw- popyt na po- powierzchni e polegać na

iu gospodar- nowej poda- nputeryzacja ia przez nie- chomość nie ziom nie za- . podatek od nieruchomości ie budynku. nku". Typo- brych jedną ich funkcji. oprzemysło- , poprzez sy- we. Również oces zmiany la wielu ryn- Łodzi trwa lkim projek- 140 tys. po- stępionych owe.

Na terenach pofabrycznych trwa również proces przekształcania powierzchni przemysłowej w mieszkaniową. W wielu miastach na potrzeby funkcji komercyjnej przekształcane są kamienice czynszowe. Stawki czynszu za powierzchnię biurową czy handlową są wyższe od stawek, nawet na poziomie rynkowym, za funkcję mieszkaniową. W miastach, w których rozwija się turystyka lub są one miejscem silnie rozwijającego się biznesu, rynek zgłasza potrzeby na hotele. Przykładowo, funkcję hotelarską przejmują – po głębokim remoncie i modernizacji – dawne hotele robotnicze (np. hotel Felix w Warszawie) czy kamienice czynszowe (np. we Wrocławiu dawny Exbud przekształcił w hotel kamienicę czynszową) czy w Krakowie (hotel Elektor w zabytkowej kamienicy). Nowym elementem rynku w Krakowie czy w Warszawie stają się hostele, które również powstają w przekształconych kamienicach czynszowych, przyjmując funkcję hosteli mieszkaniowych lub biurowych.

Zmiana funkcji umożliwia nie tylko zapełnienie obiektów, ale ich wynajęcie przy wyższej – niż byłaby możliwa dla dotychczasowej funkcji – stawce czynszu, stwarzając nie tylko możliwość generowania dochodu, ale również podwyższając poziom dochodowości. By to osiągnąć, niezbędna jest analiza rynku nieruchomości, dostrzeganie zmian, jakie dokonują się u konkurentów, dostrzeganie nowych trendów, sygnalizowanych przez rynek, niezbędne jest myślenie strategiczne.

3. Szybkość reakcji na sygnały cenowe. Na wartość nieruchomości wpływa nie tylko poziom strumienia dochodu, ale również rozłożenie tego strumienia w czasie. Oznacza to, że istotna jest szybkość reakcji na zachodzące zmiany. Dążenie do poprawy stanu technicznego i standardu użytkowego, do zmiany proporcji wykorzystania nieruchomości czy zmian funkcji całej nieruchomości powinno wyprzedzać pojawienie się drastycznego spadku stawek czynszu i wypełnienia. Zarządca, zgodnie z ideą współczesnego zarządzania nieruchomościami, powinien zapobiec powstawaniu problemów i poszukiwać możliwości rozwoju nieruchomości (por. rysunek 10.2). Nie on będzie decydował o przeprowadzeniu remontu kapitalnego, modernizacji czy o zmianie funkcji nieruchomości (częściowej czy całkowitej). Jego rola polega na inicjowaniu zmian, wykazaniu – poprzez stosowanie rachunku ekonomicznego – ich opłacalności, ujawnieniu zagrożeń wynikających z utrzymania strategii zachowawczej, ujawnieniu strat, jakie poniesie właściciel, nie podejmując się ich realizacji.

4. Dobór dobrych, stabilnych najemców. Strumień dochodów, generowany przez nieruchomość, może zostać pomniejszony o straty w dochodach, wynikające m.in. z:

- zaległości czynszowych,
- z wypowiedzenia lub zerwania umów najmu.

Grupa najemców nie jest jednolita. Można wyróżnić wyraźnie trzy kategorie najemców: grupę najemców najlepszych, którzy w powierzchniach biurowych zwani są „kotwicami”, a w powierzchniach handlowych – „najemcami wiodącymi”. Na ogół najemcy ci wynajmują duże powierzchnie. Tę grupę najemców reprezentują znane, silne podmioty gospodarcze, które mają zaplecze finansowe. Niepowodzenie na rynku lokalnym, wynikające z trudności wejścia ze swoimi produktami na ten rynek lub z drastycznego spadku koniunktury rynkowej, nie doprowadzi do powstania zaległości czynszowych czy spontanicznego wycofania się tych najemców z rynku.

Drugą grupę najemców tworzą podmioty, które są słabsze ekonomicznie, ale dobrze osadzone w swojej niszy rynkowej. Zajmują one z reguły już mniejszą powierzchnię. Ich sytuacja finansowa stwarza możliwość systematycznego regulowania należności czynszowych, są oni jednak – bardziej niż pierwsza grupa najemców – narażeni na zmianę koniunktury.

Trzecią grupę najemców tworzą najsłabsze finansowo podmioty. Wynajmują one małe powierzchnie i są bardzo wrażliwe na zmiany zachodzące w otoczeniu ekonomicznym, finansowym i prawnym. Rotacja w tej grupie najemców jest wobec tego największa, największa też jest groźba powstania zaległości czynszowych, wypowiedzenia czy zerwania umowy najmu.

5. Umiejętność zawierania umów najmu. Umowa najmu określa prawa i obowiązki każdej ze stron: wynajmującego i najemcy. Istotne elementy tej umowy przedstawiamy poniżej.

- Sposób ustalania wysokości tzw. kaucji gwarancyjnej, która może być wielokrotnością czynszu miesięcznego i stanowi zabezpieczenie dla zarządcy w wypadku, gdyby np. najemca przestał płacić czynsz, opuścił nieruchomość bez uregulowania płatności, które pojawiają się po jego wyprowadzce, lub dokonał zniszczeń w opuszczonej nieruchomości.

- Ustalenie wysokości stawki czynszowej. Stawka czynszu może przyjmować dwie skrajne formy: formę stawki brutto, co oznacza, że wszystkie wydatki operacyjne są po stronie wynajmującego, i formę stawki netto powiększoną o opłaty eksploatacyjne, obejmujące wszystkie wydatki związane z utrzymaniem nieruchomości. Mogą też wystąpić formy pośrednie, typu czynsz brutto-netto lub netto-brutto. W pierwszym przypadku na najemcę zostają przerzucone tylko opłaty np. za zużyte media, w drugim przypadku wielkość tych obciążeń będzie większa.

Formą znacznie bezpieczniejszą dla strumienia dochodów jest ustalenie stawek czynszu na poziomie zbliżonym do czynszu netto. Wydatki operacyjne podlegają częstym zmianom, niezależnym od zarządcy, np. zmiany cen nośników energii. Tak ustalona stawka czynszu stwarza pewne bezpieczeństwo, możliwość szybkiej reakcji ze strony zarządcy na zmieniające się koszty utrzymania, stwarza przejrzystą sytuację w relacjach wynajmujący-zarządca. Ustalenie stawek czynszu zbliżonych do czynszu netto jest słuszne także ze względów marketingowych. Rynek lepiej reaguje na informację typu: czynsz netto 16 euro plus 3 euro za koszty eksploatacji niż informację 19 euro za 1 m² p.u.

- Ustalenie zasad określania powierzchni, która stanowi przedmiot wynajmu. Istotne jest podjęcie decyzji, czy najemca płaci tylko za powierzchnię użytkową czy również za powierzchnię wspólną.

Na silnych rynkach pojawia się, oprócz stawki czynszu netto i opłat eksploatacyjnych, dodatkowa pozycja, nosząca nazwę współczynnika korytarzowego. Ustalany jest on w procentach i oznacza udział powierzchni wspólnej, tj. korytarzy i sanitariatów (bez wind i klatek schodowych), przypadający na wynajmowaną przez najemcę powierzchnię. Współczynnik ten ujawnia jakość funkcjonalną obiektów. Jego wysoki poziom (np. 1,20) jest świadectwem złych proporcji, oznacza bowiem, że na etapie projektowania zbyt wiele powierzchni przeznaczono na komunikację. Z jednej strony uwzględnienie współczynnika korytarzowego umożliwia zwiększenie strumienia do-

cho
mo.
plo
zni
wpi
koś
mu
ścia

nie
um
cji.
zmi
ta p
jest
czy
pop
roci
cho
będ
czy
bar
wys
siat
mo:
neti
kor
wej
tym

cji t
mo:
doc
cho
nia

cia
stav

mo:
na p
lony
riał.
zwy
cho

chodu, z drugiej strony – przy wysokim jego poziomie – stawka czynszu netto nie może być wygórowana, bowiem opłata brutto, obejmująca czynsz netto, opłaty eksploatacyjne, opłatę za powierzchnię wspólną, może okazać się niekonkurencyjna, zniechęcając najemców. Zarządca musi zatem bardzo starannie rozważyć skutki wprowadzenia współczynnika. Możliwość wprowadzenia współczynnika oraz wysokość opłaty za powierzchnię wspólną będzie też uzależniona od sytuacji na rynku najmu: proporcji między popytem i podażą, a także od wysokości opłat w nieruchomościach konkurencyjnych.

- Ustalenie zasad waloryzacji stawek czynszowych. Najemcy wynajmują powierzchnię z reguły na długie okresy, często na kilka lat. Dlatego istotnym elementem zawartej umowy najmu jest nie tylko ustalenie stawki czynszu, ale również sposobu jej aktualizacji. Istotne jest rozstrzygnięcie na etapie wynajmowania, czy podstawą waloryzacji będą zmiany inflacyjne czy zmiany na rynku nieruchomości. W gospodarce silnie inflacyjnej ta pierwsza podstawa wydaje się być lepsza, w gospodarce, w której inflacja wygasa lub jest na niewielkim poziomie, lepszym wskazaniem są zmiany zachodzące w stawkach czynszu na danym rynku lokalnym. Może tu wystąpić wiele wariantów waloryzacji: np. poprzez ustalenie stałego poziomu wzrostu rocznego stawek czynszu (np. 3 czy 5% rocznie), czy też poprzez analizę zmian stawek czynszu w kilku konkurencyjnych nieruchomościach, wskazanych w umowie najmu. Z reguły nieprawidłowym rozwiązaniem będzie wynajęcie powierzchni na długie okresy przy stałej stawce czynszu. Stała stawka czynszu może być zaakceptowana przez najemców na rynku znajdującym się w stanie bardzo silnej nierównowagi, gdy popyt znacząco przewyższa podaż. Taka sytuacja wystąpiła w Warszawie na rynku powierzchni biurowych na początku lat dziewięćdziesiątych. Silna nadwyżka popytu nad podażą na dobre powierzchnie biurowe stworzyła możliwość zawierania umów na 10 lat przy bardzo wygórowanej stawce czynszu – czynsz netto sięgał 50 USD, dodatkowo płatności obejmowały opłaty eksploatacyjne i dodatek korytarzowy. W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych, gdy zwiększył się strumień nowej podaży, stawki gwałtownie spadły, ale wielu najemców, zgodnie z wcześniej zawartymi umowami najmu, płaciło zawyżone czynsze.

- Ustalenie zasad odpłatności za miejsca parkingowe i garaże oraz zasad waloryzacji tych opłat. Miejsca parkingowe mogą być udostępnione nieodpłatnie, ale również może być naliczana opłata miesięczna za jedno stanowisko. Opłaty te stanowią źródło dochodów pozaczynszowych z nieruchomości, kształtując poziom dochodowości nieruchomości. Utrzymanie parkingów generuje koszty. Ustalenie bezpłatnego udostępnienia parkingów zmniejszy dochód netto z nieruchomości.

6. Kontrolę wydatków eksploatacyjnych poprzez ciągłe monitorowanie zużycia wody, ciepła, energii elektrycznej, napraw i wymian itp., zawieranie umów z dostawcami mediów na odpowiednią ilość energii elektrycznej, ciepła i wody.

7. Kształtowanie wizerunku nieruchomości poprzez odpowiednią jej promocję. Występują różne sposoby kształtowania wizerunku nieruchomości. Będzie to na pewno dbałość o otoczenie nieruchomości, w tym o zagospodarowanie terenów zielonych wokół budynków, stan elewacji czy jakość sztyldów – ważny jest nie tylko materiał, z jakich on jest zrobiony i forma napisów (powinny być jednolite), ale również nazwy podmiotów gospodarczych, które wynajmują powierzchnie. Na wizerunek nieruchomości zarządca może również wpływać poprzez promocję tejże nieruchomości.

Może ona mieć charakter okolicznościowy, np. obchody kolejnej rocznicy otwarcia biurowca, zaakcentowane informacją na zewnątrz i wewnątrz biurowca, wysłaniem pozdrowień do dobrych najemców czy zorganizowaniem okolicznościowego spotkania przy lampce wina. Może przyjąć formę promocyjnej sprzedaży w centrum handlowym. Promocji i to bezpłatnej może dokonać zarządca, udzielając wywiadu o nieruchomości: np. o udogodnieniach technicznych, jakie oferuje budynek, o wystawie fotografii czy obrazów w holach budynku itp. Formą promocji może być też zorganizowanie festynu dla dzieci, np. przed Bożym Narodzeniem, czy pokazu mody.

Na wartość nieruchomości wpływa nie tylko wysokość dochodów, ale również **ryzyko** ich osiągnięcia. Poziom ryzyka osiągnięcia dochodów, zależny od zarządcy, wyznaczony jest m.in. przez poniższe czynniki.

1. Dobór najemców. Dobrzy, stabilni najemcy niosą za sobą niższy poziom ryzyka nie osiągnięcia dochodów. Niższy poziom ryzyka to niższa stopa kapitalizacji; niższa stopa kapitalizacji, to wyższa wartość (por. wzór [1] rozdz. 6). Warto zaznaczyć, że nie ma absolutnie pewnych najemców. Ryzyko utraconych dochodów przy wynajęciu powierzchni znanym podmiotom gospodarczym może wynikać z ryzyka ich bankructwa (np. Artur Andersen) czy z ryzyka zerwania przez nich umowy najmu, zawartej na czas określony (np. Sony w biurowcu Wiśniowy Biznes Park). Słabsi najemcy to większe ryzyko utraconych dochodów, większy poziom stopy kapitalizacji, niższa wartość. Oznacza to, że racjonalizowanie najemców wpływa nie tylko na wysokość strumienia dochodów generowanych przez nieruchomość, ale również na ryzyko osiągnięcia tego strumienia.

2. Dbałość o najemcę. Znane jest powiedzenie, że najlepszym najemcą jest ten, z którym podpisana jest umowa najmu, a on z tej umowy się wywiązuje. Dbałość o najemcę przejawia się w utrzymywaniu z nim kontaktu, wsłuchiwaniu się w jego oczekiwania i reagowaniu na nie. Jeżeli najemca ma chwilowe problemy finansowe, warto – biorąc pod uwagę dotychczasową, wieloletnią współpracę, która nie rodziła konfliktów – wyrazić zgodę na czasowe obniżenie stawki czynszu. Dbałość o najemców przejawia się również w reagowaniu na ich oczekiwania dotyczące obniżenia stawek czynszu ustalonych w umowach wieloletnich, jeżeli rynek wykazał gwałtowny spadek. Jeżeli zarządca nie zareaguje, po wygaśnięciu umowy najmu najemca opuści nieruchomość i przeniesie się do innego budynku. Reagowanie na sygnały rynkowe zmniejsza ryzyko wystąpienia gwałtownych spadków poziomu dochodów.

3. Sposób zawierania umów najmu. Umowy najmu mogą być zawierane jako umowy zawarte na czas oznaczony i nieoznaczony. Większe bezpieczeństwo osiągnięcia stabilnego strumienia dochodu dają umowy zawarte na czas oznaczony. Jakość najemcy oraz sposób zawarcia umowy okazują się niezwykle ważne, szczególnie w okresie kryzysu. Zawarte umowy najmu na czas oznaczony stabilizują strumień dochodu, zmniejszają ryzyko jego osiągnięcia, a poprzez pomniejszający wpływ na stopę kapitalizacji, podwyższają wartość.

4. Synchronizacja w czasie zawieranych umów najmu. Synchronizacja umów najmu jest szczególnie ważna w budynkach o dużej powierzchni, w których jest wielu najemców. Umowy powinny być tak zawierane, by zapewniały utrzymanie płynności finansowej nieruchomości, co oznacza, że okresy wygasania poszczególnych umów najmu nie powinny być zbieżne w czasie, termin wygaśnięcia jednej umowy powinien

umożliwić powtórne jej wynajęcie przed upływem terminu wygaśnięcia umowy zawartej z innym najemcą.

5. Dbalność o poprawę stanu technicznego i standardu użytkowego wynajmowanych obiektów. Czym niższy standard, tym ryzyko osiągnięcia w przyszłości dochodów na obecnym poziomie rośnie. Wzrost ryzyka będzie uzależniony również od dynamiki zachodzących zmian w nieruchomościach konkurencyjnych oraz od przyrostu podaży na rynku. Czym szybsze pozytywne zmiany, tym większe ryzyko osiągnięcia dochodów z nieruchomości, której standard nie nadąża za rynkiem. Czym wyższe ryzyko, tym wyższa stopa kapitalizacji, bowiem uczestnicy rynku nie chcą płacić wysokich cen za zużyte obiekty. Czym wyższa stopa kapitalizacji, tym mniejsza wartość.

6. Dbalność o dostosowanie funkcji obiektu do potrzeb rynku. Częściowa czy całkowita adaptacja powierzchni wpływa nie tylko na poziom dochodów, ale również na ryzyko ich osiągnięcia. Do zmniejszenia ryzyka osiągnięcia dochodu przyczynić się może również dywersyfikacja funkcji pełnionych przez obiekt – wprowadzenie obok funkcji biurowej funkcji handlowej czy mieszkaniowej. Zróżnicowanie funkcji prowadzi również do zmniejszenia ryzyka osiągnięcia dochodów.

Wymieniony katalog nie wypełnia wszystkich możliwości, jakie ma zarządca, kreując wartość nieruchomości. Instrumentem w rękach współczesnego zarządcy, pomagającym mu zarządzać przez wartość, jest **plan zarządzania**, który jest wielowariantową wizją rozwoju nieruchomości³². Na tle wnikliwej analizy wewnętrznej, czyli analizy zarządzanej nieruchomości, poprzez analizę otoczenia ekonomicznego co najmniej w skali lokalnej i danego segmentu rynku nieruchomości, zarządca ocenia dobre i słabe strony nieruchomości, szanse rozwoju i zagrożenia. Analiza ta, nosząca nazwę analizy SWOT, stanowi podstawę opracowania kilku wariantów rozwoju nieruchomości. Podstawą oceny każdego wariantu jest wpływ na wartość nieruchomości. Pomocnymi wskaźnikami w ocenie wariantów rozwoju jest również wartość bieżąca netto (*NPV*) i wewnętrzna stopa zwrotu (*IRR*) – por. pkt 6.4. Kryterium bieżącej wartości netto wykazuje związek z wartością nieruchomości.

Jeżeli indywidualna wartość nieruchomości (*WI*) jest większa od wartości rynkowej (*WR*), aktualna wartość netto (*NPV*) jest większa od zera:

$$WI > WR \Rightarrow NPV > 0. \quad (21)$$

Jeżeli indywidualna wartość nieruchomości jest mniejsza od jej wartości rynkowej, to aktualna wartość netto jest mniejsza od zera:

$$WI < WR \Rightarrow NPV < 0. \quad (22)$$

Zgodnie z ideą zarządzania, pierwszeństwo powinny mieć warianty maksymalizujące wartość nieruchomości. W praktyce może jednak zostać dokonany wybór wariantu, który nie zapewnia najwyższej wartości. Występuje bowiem wyraźna konkuren-

³² Obszerne studium sporządzania planu zarządzania wraz z przykładami zawiera pozycja: I. Henclewska, K. Pięta, W. Marchwicka, L. Libera, *Plany zarządzania nieruchomościami – Teoria i praktyka*, C.H. Beck, Warszawa 2004.

cja między dobrem nieruchomości a dobrem właściciela – dobro nieruchomości wiąże się nieodłącznie z inwestowaniem i z zaciąganiem kredytu. Wielu właścicieli preferuje bieżący strumień dochodu i nie ma skłonności do obciążania nieruchomości kredytem. Ale profesjonalnie działający zarządca powinien ujawnić potencjalne możliwości tkwiące w nieruchomości, a także straty, jakie poniesie właściciel, nie realizując wskazanego przez zarządcę wariantu rozwoju nieruchomości.

10.5. Podsumowanie

- W teorii i praktyce zarządzania można wyróżnić dwa podejścia do zarządzania nieruchomościami: podjęcie decyzji o planie i o tym, jak zarządca powinien nie jest do wykonywania spraw podległych uciążliwym jest administracyjnym i podejście szersze, które wymaga poszukiwania nieruchomości w zrytualnym rynku rynkowym i w innych podległych w szerszym kontekście zarządzania nieruchomości obciążenie zrytualnym i zrytualnym do zapewnienia wartości kapitałowej (rynkowej) nieruchomości. To nie to możliwe do jej przekroczenia, czy to, że w wyniku procesu zarządzania wartość indywidualna nieruchomości winna być zbliżona do wartości rynkowej. To nie to możliwe – powinna ją przekroczyć.

Zarządzanie nieruchomością różni się od zarządzania nieruchomością odznacza się specyfiką. Szczególną specyfiką, zwaną społecznym charakterem mieszkania, do interwencji publicznej. Wstąpi w odniesieniu do nieruchomości mieszkaniowych.

- Zarządzanie nieruchomością przeszło znaczną ewolucję: od administracji, nakierowanej na rozwiązywanie bieżących problemów, poprzez stawianie celów do realizacji, do zapobiegania powstawaniu problemów i poszukiwania możliwości rozwoju nieruchomości. Ewolucja zarządzania towarzyszy zmianom obrotu działania zarządcy.

- Strategię zarządzania nieruchomością można zdefiniować jako najważniejsze elementy programu działań długoterminowych, niezbędnych do utrzymania rynku i rozwoju nieruchomości. W tym jej części. Występują różne rodzaje strategii zarządzania nieruchomością. Klasyfikacja strategii nie wyklucza się wzajemnie, a zmieniające się otoczenie rynkowe wymaga od zarządcy zmiany strategii. Każda strategia musi być wspierana takimi taktykami – prostymi i złożonymi zadaniami. Taktyka zajmuje się konkretnymi czynnościami.

- Zarządca nieruchomości ma za zadanie ciągle podnoszenie wartości nieruchomości poprzez twórcze wynajdowanie coraz to nowych sposobów zwiększania przychodów i zmniejszania wydatków. Zarządca wpływa na wartość nieruchomości poprzez wpływ na wysokość generowanych przez nią dochodów i ryzyko ich osiągnięcia. Instrumentem pozwalającym zarządcy zarządzać przez wartość jest plan zarządzania.

Pytania kontrolne

1. Wyjaśnij węższe i szersze podejście do zarządzania nieruchomościami.
2. Wyjaśnij ideę zarządzania strategicznego.
3. Wskaż źródła i przejawy specyfiki zarządzania nieruchomościami mieszkaniowymi i komercyjnymi.
4. Wskaż główne trendy w ewolucji zarządzania nieruchomościami.
5. Wyjaśnij różnicę między zarządzaniem nieruchomościami a zarządzaniem aktywami.
6. Jak ewolucja w zarządzaniu nieruchomościami wpłynęła na zmianę roli zarządcy?
7. Wyjaśnij wpływ procesu zarządzania na wartość nieruchomości.
8. Wyjaśnij możliwość wpływu zarządcy na wartość poprzez kreowanie poziomu dochodu generowanego przez nieruchomość.
9. Wyjaśnij możliwość wpływu zarządcy na wartość poprzez jego wpływ na ryzyko osiągnięcia dochodu.
10. Wyjaśnij rolę planu zarządzania w kreowaniu przez zarządcę wartości.