



Jarosław Szreder*

Akademia Pomorska w Słupsku

NOWOCZESNE METODY FINANSOWANIA PRZEDSIĘWZIĘĆ DEWELOPERSKICH

Streszczenie

W artykule skoncentrowano się na zagadnieniu finansowania przedsięwzięć deweloperskich. Po zaprezentowaniu podstawowych informacji dotyczących wyboru formy organizacyjno-prawnej realizacji projektów deweloperskich autor omawia podstawowe założenia metody *project finance*. Efektem rozważań jest prezentacja modelu finansowania przedsięwzięcia deweloperskiego mieszkaniowego na podstawie omówionych szczegółowo form regresu. Autor stawia tezę, że zaprezentowany model finansowania może być przydatny dla prowadzenia projektów deweloperskich, ale tylko w określonych warunkach makroekonomicznych.

Słowa kluczowe: projekty deweloperskie, finansowanie inwestycji, inwestycje

Wprowadzenie

Rynek mieszkaniowy pierwotny w Polsce znajduje się od kilku lat w fazie wzrostu. Deweloperzy rozpoczynają realizację kolejnych projektów inwestycyjnych. W styczniu i lutym 2018 roku oddano do użytkowania o 10% więcej mieszkań niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. W tym samym okresie rozpoczęto budowę 27,8 tys. mieszkań, co jest najwyższym wynikiem od 2011 roku. W okresie styczeń–luty 2018 roku wydano

* Adres e-mail: jszreder@apion.pl

pozwolenia na budowę 41,5 tys. mieszkań – o 11,5%. Więcej niż w tym samym okresie w 2017 roku. Wzrost liczby pozwoleń występuje nieprzerwanie od 2013 roku i jest najwyższy od 2011 roku. Jak informował GUS, w okresie styczeń–luty 2018 roku oddano do użytkowania 29,6 tys. mieszkań (w tym tylko w lutym 16 tys.), co stanowi najwyższy wynik względem porównywalnego okresu po 1990 roku (www.businessinsider.com.pl).

Pomimo rekordowych danych statystycznych w szczególności mali przedsiębiorcy z tej branży napotykają w swojej działalności poważne bariery związane z możliwością uzyskania korzystnego finansowania zaplanowanych do realizacji projektów. A jak wiadomo, finansowanie projektów deweloperskich stanowi jeden z ważniejszych czynników warunkujących rozwój rynku nieruchomości.

Celem artykułu jest przedstawienie na konkretnym przykładzie istniejących możliwości finansowania mieszkaniowych projektów deweloperskich oraz ich ocena pod kątem kosztów i uzyskiwanych korzyści dla dewelopera. W opracowaniu skoncentrowano się na opisanu nowoczesnych, niekonwencjonalnych metod finansowania przedsięwzięć deweloperskich, biorąc pod uwagę również istniejące obecnie uwarunkowania dotyczące bezpieczeństwa finansowania projektów mieszkaniowych. Dokonany przez dewelopera wybór finansowania będzie miał istotne konsekwencje dla kolejnych faz realizacji przedsięwzięcia.

W artykule zastosowano metodę analizy i syntezy źródeł literaturowych oraz metodę obserwacji uczestniczącej z uwagi na fakt, iż autor współuczestniczył w przygotowaniu zaprezentowanego modelu finansowania.

1. Klasyczne techniki i metody finansowania nieruchomości

Istnieje wiele możliwości finansowania inwestycji w nieruchomości, w tym także działalności deweloperskiej. Najczęściej źródła finansowania inwestycji przybierają dwie formy: samofinansowania (np. zysk netto, amortyzacja, uwolnienie zamrożonego kapitału, oszczędności podatkowe jako efekt ulg inwestycyjnych) oraz finansowania zewnętrznego o charakterze kredytowym (np. kredyty budowlane, hipoteczne, pożyczki pozabankowe, leasing, obligacje) lub udziałowym (emisja udziałów lub akcji, *venture capital*) (Henzel, 2004, s. 109). Jak wskazują niektórzy autorzy, finansiści wyróżniają 60 indywidualnych technik finansowania, dzieląc je według wielu kryteriów na przykład na tradycyjne i współczesne, alternatywne lub asekuracyjne itp. (Kucharska-Stasiak, 2016, s. 264). Z uwagi na ilość dostępnej literatury na ten temat oraz konieczność zachowania wymogów edytorskich publikacji autor

nie omawia szczegółowo technik i metod finansowania, koncentrując się jedynie na prezentacji możliwych do zastosowania przez deweloperów form zabezpieczeń pozyskanego finansowania.

Wydaje się, że podstawowym dylematem każdego dewelopera w fazie preparacji nowego przedsięwzięcia inwestycyjnego jest wybór najbardziej odpowiedniej formy organizacyjno-prawnej, która z kolei będzie determinowała wybór optymalnej formy finansowania dla przedsięwzięcia.

2. Forma organizacyjno-prawna a problem wyboru finansowania inwestycji

Dla realizacji przedsięwzięcia deweloperskiego niezbędne jest zdefiniowanie projektu w ramach określonej formy organizacji zadania. Projekt może być realizowany w ramach istniejącej spółki, która wcześniej już prowadziła działalność operacyjną, na przykład polegającą na realizacji innych projektów, lub może być realizowany przez tak zwaną Spółkę specjalnego przeznaczenia (SPV). W celu skorzystania z nowoczesnych metod finansowania projektów deweloperskich często nieodzowne staje się powołanie do życia nowego podmiotu gospodarczego. Jego zadaniem będzie wyłącznie zrealizowanie określonego zadania inwestycyjnego. Nowo powołany podmiot może przybrać formę spółki osobowej bądź kapitałowej. Konsekwencją wyboru określonej formy organizacyjno-prawnej będzie uzyskanie możliwości pozyskania finansowania określonego typu. Zgodnie z przepisami prawa przedsiębiorcy mają możliwość wyboru formy organizacyjno-prawnej, jednak konsekwencje tego wyboru rozciągają się nie tylko na możliwości pozyskania odpowiedniego finansowania, ale również na rozliczenia podatkowe.

Najprostszą formą prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce jest jednoosobowa działalność gospodarcza na podstawie wpisu do Centralnej Ewidencji i Informacji Działalności Gospodarczej. Osoba prowadząca taką działalność samodzielnie lub jako wspólnik w spółce cywilnej (art. 860–875 k.c.) jest przedsiębiorcą (Ustawa, 2004, art. 4). Wyżej wymienione formy są nieskomplikowane i efektywne podatkowo w porównaniu do spółek kapitałowych. Przedsiębiorca ma prawo do wyboru opodatkowania w formie podatku liniowego. W tym przypadku płaci podatek dochodowy w wysokości 19% niezależnie od wysokości uzyskanego w ciągu roku dochodu. Należy jednak mieć świadomość większego ryzyka z tytułu odpowiedzialności cywilnoprawnej właścicieli przedsiębiorstwa za jego zobowiązania.

Dla potrzeb prowadzenia działalności gospodarczej bardziej złożonej, wymagającej większych nakładów finansowych, ustawodawca przewidział inne rozwiązania oparte na przepisach Kodeksu spółek handlowych. Wśród spółek handlowych ustawodawca rozróżnia spółki osobowe (tj. spółkę jawną, partnerską, komandytową, komandytowo-akcyjną) i kapitałowe (spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółkę akcyjną) (art. 4 § 1 pkt 1 i 2 k.s.h.).

Głównym kryterium podziału spółek na spółki osobowe i kapitałowe jest zakres ponoszonej przez wspólników odpowiedzialności za zobowiązania spółki. W spółkach osobowych przynajmniej jeden ze wspólników odpowiada za zobowiązania spółki całym swoim majątkiem. W spółkach kapitałowych odpowiedzialność wspólników jest ograniczona do wysokości wniesionego kapitału, a zatem wspólnicy osobiście nie odpowiadają za zobowiązania.

W dalszej części podrozdziału skoncentrowano się na omówieniu najbardziej popularnych rodzajów spółek dla prowadzenia przedsięwzięć deweloperskich, to jest spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki komandytowej oraz spółki komandytowo-akcyjnej. Z oczywistych względów nie omawiano spółek: cywilnej, jawnej i partnerskiej.

Przedsiębiorcy zamierzający realizować przedsięwzięcie deweloperskie – będący pożyczkobiorcami – najczęściej nie godzą się na ponoszenie osobistej odpowiedzialności za zobowiązania. Z tego względu nowo powołany podmiot, czyli spółka specjalnego przeznaczenia, w przeszłości najczęściej przybierała charakter spółki kapitałowej, to jest spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjnej. Zalety tych form z punktu widzenia możliwości zewnętrznego finansowania przedsięwzięcia są niewątpliwie: 1) odseparowanie spółki od innych aktywności niż realizowany projekt; 2) posiadanie przez spółkę osobowości prawnej, co umożliwia łatwy transfer praw typu: pozwolenia na budowę, prawa autorskie do dokumentacji itp.; 3) łatwy transfer do spółki aktywów niezbędnych dla realizacji projektu (np. nieruchomości), najczęściej poprzez sprzedaż lub wniesienie do spółki w formie aportu rzeczowego; 4) własny, wyodrębniony majątek spółki, co pozwoli na uzyskanie wymaganych zabezpieczeń pod przyszłe finansowanie; 5) możliwość swobodnego kształtowania stosunków wewnętrznych w spółce poprzez odpowiednie zapisy w umowie spółki; 6) konieczność posiadania zarządu, co może wpłynąć na odpowiednią kontrolę nad wszystkimi działaniami spółki, zarządzaniem spółką oraz na możliwości zbywania udziałów spółki.

Powyższe zalety spółek kapitałowych nie wykluczają możliwości wykorzystania spółek osobowych jako spółek celowych. Podstawową zaletą tych spółek dla

ich właściciele w porównaniu do spółek kapitałowych są korzyści podatkowe na gruncie podatku dochodowego. Spółki osobowe nie są bowiem płatnikiem podatku CIT (wyjątek spółka komandytowo-akcyjna począwszy od 1 stycznia 2014 r.). Przy kredytowaniu spółki osobowej należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż posiadanie współwłasności przez wspólników w innych spółkach osobowych może spowodować osłabienie ich odpowiedzialności osobistej.

Jedną z najbardziej popularnych form prowadzenia spółek celowych w ostatnich latach jest spółka komandytowa najczęściej występująca w strukturze z komplementariuszem w postaci osoby prawnej, to jest spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Spółka komandytowa ostatnimi czasy zyskiwała coraz większą liczbę zwolenników. W latach 2012–2016 nastąpił wzrost liczby tego typu podmiotów z około 10 tys. do ponad 18 tys. (www.komandytowa.pl), co stanowi największą dynamikę wzrostu spośród wszystkich form. Formuła spółki komandytowej pozwala na ograniczenie odpowiedzialności komandytariuszy do wysokości zadeklarowanej sumy komandytowej. Nieograniczoną odpowiedzialność za zobowiązania ponosi komplementariusz, czyli spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, najczęściej z minimalnym kapitałem, to jest 5000 zł. Rozwiązanie takie wymaga jednak założenia i prowadzenia dwóch odrębnych podmiotów. Prawa i obowiązki wspólników mogą być kształtowane w spółce dowolnie poprzez odpowiednie postanowienia w umowie spółki. Istotnym ograniczeniem przy finansowaniu zewnętrznym spółki celowej w formie spółki komandytowej jest brak możliwości pozasądowej egzekucji roszczeń – nie można ustanowić zastawu rejestrowego na udziałach, ponieważ nie ma udziałów. Są za to tak zwane prawa i obowiązki wspólników, co podkreśla wybitnie osobowy charakter spółki. Prawa i obowiązki są zbywalne, ale tylko w całości. Oznacza to, iż nie można sprzedać określonego w nich udziału. Kolejnym minusem jest konieczność rozliczenia przychodu uzyskanego ze zbycia praw i obowiązków według skali podatkowej (stawką 18 i 32% w zależności od uzyskanego dochodu), a nie tak jak ma to miejsce w przypadku zbycia udziałów czy akcji – według stawki 19% (Bobowicz i in., 2016, s. 212).

Zastosowanie formy spółki komandytowo-akcyjnej jako spółki celowej ma swoje uzasadnienie w sytuacji, kiedy właściciele liczą się z ewentualnością lub koniecznością późniejszego dokapitalizowania przedsiębiorstwa bez utraty kontroli nad spółką. Dokapitalizowanie polegać może na emisji nowych akcji i tym samym dopuszczeniu nowych inwestorów do spółki. Umocowanie komplementariusza na podstawie postanowień wcześniejszego statutu może być na tyle silne, że nie musi on obawiać się swojego odwołania przez większość akcjonariuszy (możliwy jest nawet zapis, iż odwołanie komplementariusza wymaga zgody 100% kapitału oraz zgody jego samego).

Tabela 1 Mocne i słabe strony spółek celowych w zależności od formy z punktu widzenia podmiotu zewnętrznego finansującego przedsięwzięcie

| Forma organizacyjno-prawna | Mocne strony | Słabe strony |
|---|---|--|
| Spółka komandytowa z komplementariuszem w postaci spółki z ograniczoną odpowiedzialnością | Swoboda w zakresie kształtowania postanowień umowy spółki, w szczególności w kwestii możliwości zmiany komplementariuszy. | Wysoko ograniczona odpowiedzialność komplementariusza. Brak możliwości ustanowienia zastawu rejestrowego na prawach i obowiązkach współników. Brak możliwości późniejszego dokapitalizowania spółki. |
| Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością | Możliwość ustanowienia zastawu rejestrowego na udziałach spółki. Możliwość konwersji długu na udziały. | Podwójne opodatkowanie (CIT-19% i PIT-19%), co ma znaczenia w przypadku umów pożyczkowych, w których przewidziano partycypację pożyczkodawcy w zysku spółki. |
| Spółka komandytowo-akcyjna | Możliwość ustanowienia zastawu rejestrowego na akcjach spółki. Możliwość dokapitalizowania spółki poprzez nowe emisje akcji. Możliwość konwersji długu na akcje spółki. | Podwójne opodatkowanie (CIT-19% i PIT-19%), co ma znaczenia w przypadku umów pożyczkowych, w których przewidziano partycypację pożyczkodawcy w zysku spółki. Swoboda w zakresie kształtowania postanowień umowy spółki, w szczególności w zakresie możliwości zmiany komplementariuszy. |

Źródło: opracowanie własne.

3. *Project finance* i jego uczestnicy

Obok tradycyjnych i powszechnie znanych form finansowania inwestycji deweloperskich – kredytów, pożyczek, obligacji, leasingu czy innych – mogą być wykorzystywane również inne, mniej popularne instrumenty, na przykład typu *project finance*. Stanowią one metodę finansowania zwykle nowych kapitałochłonnych inwestycji za pomocą niezależnej finansowo, prawnie i organizacyjnie spółki celowej, tak zwanej spółki specjalnego przeznaczenia (SPV – *Special Purpose Vehicle*) (Wojewnik-Filipkowska, 2009, s. 11). W przypadku realizacji projektów deweloperskich udziałowcami spółki celowej są zazwyczaj jej sponsorzy. Sponsor jest definiowany jako podmiot, który daje bodziec do rozpoczęcia realizacji projektu inwestycyjnego (Elmgasbi, 2015, s. 17). Jest nim z reguły deweloper, który zakłada spółkę specjalnego przeznaczenia, wnosząc do niej zwykle technologię, doświadczenie branżowe lub inne zasoby (ziemię, budynki itp.). SPV może być finansowana przez kredytodawców, którzy mogą też być sponsorami projektu. Do grupy kapitałodawców zaliczyć można: banki komercyjne kredytujące inwestycję, prywatnych

pożyczkodawców, firmy z sektora Wealth Management, inwestorów nabywających obligacje emitowane przez SPV. Podmioty te dostarczają kapitał w postaci kapitału właścicielskiego, pośredniego lub dłużnego. Metoda *project finance* opiera się na założeniu, iż podstawowym, a często nawet wyłącznym źródłem spłaty oraz zabezpieczeń kredytu jest sam projekt i powstający w wyniku jego realizacji majątek. Nie stosuje się tradycyjnej historycznej metody analizy wiarygodności kredytowej spółki, gdyż SPV powstaje dla potrzeb realizacji przedsięwzięcia deweloperskiego (Walica, 1999, s. 195). W metodzie tej analiza ryzyka kredytowego dotyczy samego projektu inwestycyjnego, a nie kredytobiorcy.

Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje metody *project finance*, to jest: bez prawa regresu bądź też z ograniczonym prawem regresu. Klasyczną sytuacją dla *project finance* jest brak jakichkolwiek form regresu, w szczególności przy niskim lub odroczonym w czasie momencie zaangażowania własnych środków finansowych (Czerkas, 2010, s. 1310. Ewentualnie występujący regres jest ograniczony do fazy realizacji, natomiast w fazie operacyjnej podstawowym zabezpieczeniem jest nadwyżka generowana przez projekt (Wojewnik-Filipkowska, 2009, s. 13). Dawcy kapitału z uwagi na ograniczoną możliwość zabezpieczeń są z reguły zainteresowani współzarządzaniem projektem, co pozwala im na bieżąco kontrolować prace, a także minimalizować niebezpieczeństwo zdarzeń mogących mieć negatywny wpływ na powodzenie projektu. *Project finance* bez prawa regresu jest umową, zgodnie z którą kredytujący nie mają żadnych bezpośrednich zabezpieczeń spłaty kredytu/pożyczki. Spłata zobowiązań następuje całkowicie i wyłącznie z przychodów z inwestycji, a ewentualne roszczenia wierzycieli nie mogą być przenoszone na inną działalność inwestora. Sytuacja taka najczęściej może mieć miejsce w ramach inwestycji infrastrukturalnych realizowanych na podstawie umów partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) (Szreder, 2004, s. 137). *Project finance* z ograniczonym prawem regresu pozwala kredytodawcom na dochodzenie spłaty długu, które najczęściej przybiera formę gwarancji przedrealizacyjnej.

Można śmiało założyć, iż na rynku projektów deweloperskich sytuacja taka nie wystąpi. Zawsze wystąpi regres w stosunku do dewelopera. Może on przybrać następujące formy: hipoteki na nieruchomości, na której jest realizowane przedsięwzięcie, lub hipoteki na innych nieruchomościach dewelopera, poręczenia cywilnego, poręczenia wekslowego, gwarancji bankowych zabezpieczających wykonanie zobowiązań związanych z realizacją projektu, zobowiązania dewelopera do dokapitalizowania projektu, podporządkowania przez dewelopera udzielonych pożyczek, wystawienia przez dewelopera tak zwanego *letter of comfort*, utworzenia przez

dewelopera rachunków typu *escrow* lub rachunków obsługi zadłużenia, zabezpieczenia na majątku należącym do właścicieli dewelopera, umowy odkupu projektu, wykorzystania klauzuli *cross default* czy innych (Czerkas, 2012, s. 63–65).

4. Model finansowania realizowanego przedsięwzięcia deweloperskiego

Zaprezentowany model finansowania spełnia większość kryteriów opisanego wcześniej modelu *project finance*. Model ten opiera się na pożyczce udzielonej deweloperowi przez inną spółkę inwestycyjną z sektora Wealth Management. Początkowe rozważania dotyczą wyboru formy organizacyjno-prawnej spółki celowej powołanej do realizacji zadania inwestycyjnego. Brak możliwości uzyskania wymaganych zabezpieczeń spowodował podjęcie decyzji o wyborze spółki z ograniczoną odpowiedzialnością pomimo korzyści podatkowych w przypadku wyboru spółki komandytowej. Model zakłada udzielenie finansowania na podstawie pożyczki przyznanej na czas realizacji przedsięwzięcia deweloperskiego. Z uwagi na obowiązujące przepisy ustawy o ochronie praw nabywców lokalu mieszkalnego i domu jednorodzinnego deweloper wykluczył możliwość zabezpieczenia pożyczki hipoteką na nieruchomości. Wpis hipoteki do księgi wieczystej nieruchomości, na której jest realizowane przedsięwzięcie, stanowi zdecydowanie najmocniejsze zabezpieczenie pożyczkodawcy. Problem po stronie dewelopera pojawia się nie tylko w momencie przeniesienia własności lokalu mieszkalnego wraz z udziałem w nieruchomości wspólnej, ale już w chwili prowadzenia procesu sprzedaży lokali. W polskich uwarunkowaniach rynkowych sama świadomość wśród potencjalnych zainteresowanych zakupem, iż nieruchomość jest obciążona hipoteką, może stanowić dużą barierę do podjęcia decyzji zakupu. Problemy pojawią się też po stronie banków, które zamierzają udzielać klientom kredytów na zakup mieszkań od dewelopera. Jeżeli zdecydują się na finansowanie, będą na pewno wymagać zgody na bezzieçarowe odłączenie do nowej księgi wieczystej przyszłej nieruchomości lokalowej oraz zgody na wykreślenie hipoteki z przyszłego udziału w nieruchomości wspólnej przynależnego kupowanemu lokalowi. Wyżej opisane podejście banków występuje przede wszystkim w sytuacji, kiedy inwestycja jest finansowana z kredytów bankowych (np. poprzez inne banki). W przypadku finansowania inwestycji z innych instrumentów, na przykład typu pożyczki pozabankowe, podejście banków staje się bardziej rygorystyczne i same zgody na bezzieçarowe odłączenie nieruchomości do nowej księgi oraz zgoda

na wykreślenie hipoteki z udziału nabywcy już nie wystarczają. Banki zazwyczaj żądają bezwzględnego wykreślenia hipoteki, co już w początkowej fazie realizacji projektu wyklucza tego typu zabezpieczenie.

W związku z zaistniałą sytuacją wystąpiła konieczność znalezienia innego rodzaju zabezpieczeń pożyczkodawcy. Poza tym brak możliwości wykorzystania hipoteki jako zabezpieczenia skutkuje zazwyczaj większym kosztem pożyczki. Jako rozwiązanie przyjęto ustanowienie zastawu rejestrowego na udziałach będących w posiadaniu dewelopera.

Zastaw rejestrowy na udziałach spółki może stanowić jedno ze skuteczniejszych narzędzi oddziaływania na dewelopera i z pewnością wpływa na niego mobilizująco (Ustawa, 1996). Polega on na tym, że w przypadku niewywiązywania się przez dewelopera ze zobowiązań pożyczkowych pożyczkodawca będzie mógł zaspokoić się w drodze przejęcia własności zastawionych udziałów bez konieczności prowadzenia postępowania egzekucyjnego. Warunkiem tego jest jednak skuteczne wpisanie umowy zastawu do rejestru zastawów prowadzonego przez właściwy sąd (np. dla województwa pomorskiego właściwy jest Sąd Rejonowy Gdańsk Północ – IX Wydział Gospodarczy Rejestru Zastawów). Przejęcie udziałów z kolei polega na tym, że pożyczkodawca ma prawo przejąć udziały w wartości nominalnej i pomniejszyć o tę wartość zadłużenie kredytobiorcy. Z chwilą przejęcia większości udziałów pożyczkodawca uzyskuje prawo do zarządzania spółką dewelopera oraz jej wszelkimi składnikami majątkowymi. Zastawienie większości udziałów (powyżej 50%) dewelopera pozwoli pożyczkodawcy w przypadku niepowodzenia projektu na ich łatwiejszą sprzedaż w celu odzyskania wierzytelności, na przykład podmiotowi, który będzie miał pomysły na dokończenie realizacji inwestycji. Pożyczkodawca musi sobie jednak zdawać sprawę z faktu, iż niepowodzenie przedsięwzięcia, które najczęściej jest spowodowane brakiem jego komercjalizacji, powoduje problemy finansowe spółki dewelopera oraz inne negatywne skutki (np. odchylenia od założonego harmonogramu), co w konsekwencji spowoduje, iż wartość udziałów może okazać się niewielka.

Kolejną formą regresu w stosunku do pożyczkodawcy jest dobrowolne poddanie się egzekucji w trybie art. 777 k.p.c. w przypadku, gdyby zaszła w przeszłości konieczność przymusowego wyegzekwowania zwrotu pożyczki. Oświadczenie w tym trybie stanowi zabezpieczenie „na wszelki wypadek”, które w sytuacji niepowodzenia przedsięwzięcia, a tym samym niemożności spłacenia pożyczki pozwoliłoby pożyczkodawcy na uniknięcie wszystkich niedogodności, jakie spotkałby na drodze sądowej. Bez posiadania tytułu egzekucyjnego i w przypadku sporu

z deweloperem pożyczkodawca byłby zmuszony do wytoczenia powództwa przeciwko niemu i dopiero posiadając prawomocny tytuł egzekucyjny, mógłby zaspokoić swoje roszczenia. Jak wiadomo, postępowanie przed sądem powszechnym pochłania znaczne ilości czasu, nerwy i koszty, a ponadto nie zawsze jest gwarantem korzystnego rozstrzygnięcia. Oświadczenie o poddaniu się egzekucji w formie aktu notarialnego posiada moc tytułu egzekucyjnego, rodzi zatem skutki identyczne jak na przykład wyrok sądowy, co znacznie przyczynia się do lepszego zabezpieczenia pożyczkodawcy.

Inną formą regresu zastosowaną w omawianym modelu jest warunek udzielenia przez samego dewelopera (który jest współwłaścicielem SPV) dodatkowej pożyczki spółce celowej z jednoczesnym podporządkowaniem jej spłaty do czasu spłaty całości pożyczki głównej udzielonej przez pożyczkodawcę. Podporządkowanie to ma utrwalić związki dewelopera z projektem i dotrwanie przez niego do zakończenia przedsięwzięcia. Decydując się na takie rozwiązanie, deweloper dodatkowo zasila finansowo spółkę projektową, co jest niezmiernie istotne w początkowej fazie realizacji projektu. Wykazuje także, iż wiąże się długofalowo z projektem, przejmując znacząco odpowiedzialność za jego powodzenie. Rozwiązanie takie zapobiegać może przedwczesnemu i nieodpowiedzialnemu transferowi zysków z projektu w sytuacji, kiedy to jeszcze nie powinno mieć miejsca. Pożyczka dewelopera do spółki celowej z uwagi na przyjęte rozwiązania w zakresie organizacji samej spółki jest zabezpieczona wekslem *in blanco* spółki wraz z deklaracją wekslową. Umowa pożyczki nie zawiera klauz dotyczących możliwości przedpłacenia pożyczki dewelopera, jednak po spełnieniu przez SPV pewnych warunków jest to możliwe. Warunki te dotyczą przede wszystkim zgody głównego pożyczkodawcy w sytuacji uzyskiwania przez SPV określonej wielkości zrealizowanej sprzedaży lub zakontraktowania sprzedaży przyszłych produktów, co przekłada się na uzyskiwanie wystarczających przychodów niezbędnych na realizację inwestycji. Umowa zawiera również prawo do konwersji podporządkowanego długu na produkty wytworzone przez SPV lub na udziały w spółce celowej. Zasady skorzystania z opcji preferencyjnego zakupu produktów oraz zasady konwersji pożyczki na kapitał są ustalone w umowie pożyczki po z góry ustalonym parytecie. Deweloper ma prawo do skorzystania z nich w określonym czasie trwania umowy pożyczki.

Przy stosowaniu finansowania zewnętrznego udzielanego przez podmioty powiązane należy zwrócić uwagę na możliwy do wystąpienia problem niedostatecznej kapitalizacji. Polega on na tym, iż w określonych sytuacjach w przypadku udzielenia pożyczki przez podmiot powiązany kapitałowo nie wszystkie koszty odsetek mogą

być wliczane przez SPV jako koszty uzyskania przychodu. Efektem takiej sytuacji może być negatywny skutek polegający na tym, iż SPV ponosi koszty odsetek, a nie może w związku z tym pomniejszyć sobie podstawy opodatkowania. Nowe regulacje (od 1 stycznia 2018 r.) w zakresie cienkiej kapitalizacji zaliczają do kosztów finansowania dłużnego nie tylko odsetki, ale także między innymi opłaty, prowizje i kary za opóźnienie w zapłacie zobowiązań, koszty ustanowienia zabezpieczeń, a nawet część odsetkową raty leasingowej. Pod uwagę powinny być brane przy tym nie tylko koszty pozyskania finansowania od podmiotów powiązanych, ale również od podmiotów niepowiązanych, w tym banków i innych instytucji finansowych. Ustawodawca nie przewiduje ograniczeń w zakresie cienkiej kapitalizacji do kwoty 3 mln zł kosztów finansowania dłużnego. W praktyce należy zatem przyjąć, że w sytuacji, gdy nadwyżka kosztów finansowania dłużnego przekroczy limit 3 mln zł, regułą cienkiej kapitalizacji podlegać będzie wyłącznie kwota przekraczająca wskazany limit (www.ksiegowosc.infor.pl). Jak widać zatem, w stosunku do rozwiązań z lat poprzednich nastąpiło wyraźne przesunięcie środka ciężkości w kierunku dużych przedsiębiorstw.

Niezależnie od wyżej wymienionych zabezpieczeń pożyczkodawcy SPV w celu łatwiejszego dochodzenia ewentualnych roszczeń wystawiła dla pożyczkodawcy weksel własny wraz z deklaracją wekslową. Tym samym SPV zobowiązała się do bezwarunkowej zapłaty określonej w deklaracji wekslowej sumy pieniędzy, która obejmuje kwotę główną oraz kwotę odsetek za czas przewidziany na realizację przedsięwzięcia. Weksel spółki wraz z deklaracją wpływają na podwyższenie bezpieczeństwa spłaty pożyczki i stanowią standardowe dodatkowe zabezpieczenia kredytów lub pożyczek udzielanych podmiotom gospodarczym.

Wyłączenie zastosowania hipoteki na nieruchomości wchodzącej w skład projektu jako zabezpieczenia pożyczki spowodowało konieczność zastosowania dodatkowych rozwiązań na bazie postanowień umowy spółki celowej. Podmiot zastał założony jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Pożyczkodawca został zabezpieczony w dwojaki sposób. Po pierwsze, nabył jeden udział w spółce, czyli stał się współudziałowcem sponsorów projektu. Umowa spółki przewiduje, że wszelkie uchwały muszą zapadać jednogłośnie przez 100% udziałów. Oznacza to, że nie jest możliwa jakakolwiek zmiana w umowie spółki bądź w zakresie decyzji dotyczących prowadzenia bieżącej działalności operacyjnej poza wcześniej ustalonymi zasadami. Ograniczenie to dotyczy wszelkich decyzji. Dodatkowo w celu utrzymania całkowitej kontroli nad bieżącą działalnością spółki zdecydowano o powołaniu zarządu dwuosobowego, w którym jednym z członków zarządu został

przedstawiciel pożyczkodawcy. Ustanowienie reprezentacji łącznej dwóch członków zarządu powoduje, iż jakiegokolwiek decyzje spółki nieakceptowalne przez pożyczkodawcę będą blokowane. Powyższe rozwiązanie przewiduje i zakłada odkup sprzedanego wcześniej pożyczkodawcy jednego udziału po całkowitej spłacie przez SPV pożyczki oraz odsetek należnych pożyczkodawcy. Pożyczkodawca jest w tej sytuacji zobligowany do sprzedaży udziału sponsorom projektu. Dodatkowo w umowie spółki wprowadzono klauzule dotyczące: zakazu zbywania przez sponsorów projektu udziałów w okresie realizacji przedsięwzięcia oraz zobowiązanie do niepodejmowania żadnych działań, których rezultatem byłaby utrata lub ograniczenie kontroli nad SPV. W szczególności dotyczy to podwyższenia kapitału zakładowego SPV, w wyniku czego inne osoby trzecie mogłyby objąć nowo utworzone udziały spółki. Przedstawione rozwiązanie umowne wymusza na partnerach, to jest SPV i pożyczkodawcy, jednomyślne współdziałanie na z góry ustalonych zasadach. Ewentualne korekty zaplanowanego działania są możliwe, ale wyłącznie w przypadku jednomyślności partnerów.

Podsumowując, w tabeli 1 przedstawiono syntetycznie koszty i korzyści dewelopera wynikające z przyjętych form regresu.

Tabela 1. Koszty i korzyści dewelopera wynikające z przyjętych form regresu

| Koszty dewelopera | Korzyści dewelopera |
|---|--|
| 1 | 2 |
| Hipoteka na nieruchomości, na której jest realizowane przedsięwzięcie | |
| Niekorzystne dla dewelopera w sytuacji konieczności korzystania z rachunku powierniczego zgodnie z ustawą o ochronie praw nabywców budynku mieszkalnego i domu jednorodzinnego. | Z uwagi na najpewniejsze zabezpieczenie dla pożyczkodawcy możliwe wynegocjowanie niższego oprocentowania pożyczki niż przy zastosowaniu innych form regresu. |
| Zastaw rejestrowy na udziałach SPV | |
| Umowa powinna być podpisana podpisami poświadczonymi notarialnie. Konieczność wpisania umowy zastawu do rejestru zastawów prowadzonego przez właściwy sąd. | Zdecydowanie mobilizujący wpływ tego rozwiązania na dewelopera, nie jest bowiem w jego interesie dopuszczenie do sytuacji, w której możliwe stanie się przejęcie udziałów SPV przez pożyczkodawcę. |
| Udzielenie przez sponsora projektu pożyczki podporządkowanej | |
| Konieczność zainwestowania w projekt dodatkowych środków finansowych, a tym samym zmniejszenie dywersyfikacji własnego ryzyka inwestycyjnego sponsora. Możliwy do wystąpienia problem cienkiej kapitalizacji. | Uwiarygodnienie realizowanego przedsięwzięcia w oczach pożyczkodawców. Możliwość dysponowania większym kapitałem obrotowym w toku realizacji projektu. Brak podatku PCC w przypadku, gdy sponsor projektu jest udziałowcem SPV. Uzyskiwanie przychodów kapitałowych z odsetek. |
| Dobrowolne poddanie się egzekucji w trybie art. 777 k.p.c. | |
| Czynność w formie aktu notarialnego. Możliwe szybkie wyegzekwowanie przez pożyczkodawcę swoich należności w przypadku niepowodzenia przedsięwzięcia. | Większa pewność pożyczkodawcy co do dobrych intencji dewelopera. |

| 1 | 2 |
|--|--|
| Weksel własny SPV wraz z deklaracją wekslową | |
| Weksel jest papierem wartościowy, który może stać się przedmiotem obrotu lub należność z niego może być dochodzona przez pożyczkodawcę na drodze sądowej (www.nbp.pl). | Łatwy i szybki oraz zazwyczaj standardowy sposób zaproponowania dodatkowego zabezpieczenia dla pożyczkodawcy. |
| Zabezpieczenia ustanowione w umowie SPV | |
| Pozbawiają dewelopera samodzielności w decydowaniu w szczególności w sprawach strategicznych. Konieczność okresowego raportowania oraz regulowania wynagrodzenia członkowi zarządu powołanemu ze strony pożyczkodawcy. | Większa bieżąca kontrola pożyczkodawcy nad deweloperem, co pozwoli na uniknięcie sytuacji posądzeń o niegospodarność. Związanie sponsorów projektu z realizowanymi przedsięwzięciem i tym samym sędowanie na nich pełnej odpowiedzialności za powodzenie projektu. |

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie

Realizacja przedsięwzięć deweloperskich mieszkaniowych napotyka wiele barier, z których do najważniejszych zalicza się niemożność uzyskania finansowania nowych projektów. Banki, zdając sobie sprawę z ilości potencjalnych rodzajów ryzyka występujących w deweloperskim procesie inwestycyjnym, niechętnie udzielają finansowania. W szczególności dotyczy to małych oraz nowych deweloperów lub powołanych przez nich SPV. Mając na uwadze powyższe, deweloperzy stale poszukują alternatywnych do finansowania bankowego możliwości sfinansowania swoich przedsięwzięć. Z kolei obecna sytuacja na rynku stóp procentowych, postępujący proces akumulacji kapitału w Polsce oraz niskie możliwości uzyskiwania przez inwestorów stabilnych, bezpiecznych przychodów finansowych (na poziomie do 10% p.a.) sprawiają, iż „kapitał szuka dobrych projektów”. Jedną z dróg realizacji przez inwestorów swoich strategii są inwestycje deweloperskie. W przypadku zaprezentowania przez dewelopera korzystnego z punktu widzenia inwestora projektu kluczowego znaczenia nabiera zagadnienie zabezpieczenia finansowania. Wydaje się, iż zaprezentowany model finansowania przedsięwzięcia deweloperskiego może być skuteczny przede wszystkim w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej przejawiającej się między innymi stabilnym wzrostem PKB, niską stopą bezrobocia, dużym popytem na nieruchomości mieszkaniowe, tanim kredytem, a także niskimi stopami procentowymi, czego konsekwencją jest niskie oprocentowanie depozytów. W innych uwarunkowaniach rynkowych inwestorzy mogą poszukiwać innych, alternatywnych form zabezpieczenia swoich kapitałów oraz podchodzić bardziej restrykcyjnie do kwestii zabezpieczenia finansowania w przypadku uczestnictwa w realizacji przedsięwzięć deweloperskich.

Literatura

- Bobowicz, M. i in. (2016). *Komandytowa w pytaniach i odpowiedziach*. Poznań: Kancelaria Prawna Pragmatiq.
- Czerkas, K. (2010). *Finansowanie nieruchomości komercyjnych w Polsce*. Warszawa: Instytut Rynku Hotelowego.
- Elmgasbi, A. (2015). Project finance jako innowacyjna metoda finansowania inwestycji i ograniczenia ryzyka finansowego w projektach realizowanych w ramach strategii „Europa 2020”. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 238, 15–25.
- Henzel, H. (red.) (2004). *Inwestycje na rynku nieruchomości*. Katowice: Wyd. AE w Katowicach.
- <http://ksiegowosc.infor.pl/podatki> (20.04.2018).
- <https://businessinsider.com.pl/> (28.03.2018).
- <https://www.nbportal.pl> (20.04.2018).
- Kucharska-Stasiak, E. (2016). *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*. Warszawa: Wyd. Naukowe PWN.
- Raport Reas (2018). *Rynek mieszkaniowy w Polsce I kwartał 2018 r.* Pobrane z: www.reas.pl (10.06.2018).
- Szreder, J. (2004). *Współdziałanie sektora publicznego i prywatnego w rozwoju lokalnym. Partnerstwo publiczno-prywatne*. Słupsk: Wyd. WSZ w Słupsku.
- Ustawa z 23.04.1964 – Kodeks cywilny. Dz.U. 2018, poz. 1025, 1104.
- Ustawa z 6.12.1996 o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Dz.U. 2017, poz. 1278; 2018, poz. 398.
- Ustawa z 2.07.2004 o swobodzie działalności gospodarczej. Dz.U. 2017, poz. 2168, 2290, 2486; 2018, poz. 107, 398.
- Walica, H. (1999). *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*. Dąbrowa Górnicza: Wyd. WSB w Dąbrowie Górniczej.
- Wojewnik-Filipkowska, A. (2009). *Project finance w finansowaniu inwestycji w nieruchomości. Wady i zalety spółki celowej*. Kraków: Świat Nieruchomości.
- www.komandytowa.pl (25.04.2018).

MODERN METHODS OF FINANCING DEVELOPMENT PROJECTS

Abstract

The article focuses on the issue of financing development projects. After presenting basic information on the choice of the organizational and legal form of the implementation of development projects, the author discusses the basic assumptions of the project finance

method. The final effect of the considerations is the presentation of the financing model of a residential development project, based on the forms of the loan collateral discussed in detail. The author puts forward the thesis that the presented financing model may be useful for conducting development projects but only in specific macroeconomic conditions.

Translated by Jarosław Szreder

Keywords: development projects, investment financing, investments

JEL Code: O22