Save &Invest

obywatelski dochód pasywny

Save &Invest

obywatelski dochód pasywny

#LawForGrowth

Tom II, grudzień 2020 r.
ISSN 2719-7255

redakcja:
dr Konrad Hennig
zespół autorów:
Mateusz Ambrożek
Jeremi Borowiec
Konrad Hennig
Wojciech Piętak

#Law4Growth

Executive summary

co?

Obywatelski dochód pasywny to w wersji minimum popularyzacja zarządzania majątkiem prywatnym w oparciu o uzyskiwanie stałego dochodu z inwestycji, do czego przysłużyłoby się wprowadzenie kilku punktowych zmian prawnych w zakresie akcjonariatu pracowniczego oraz udziałowego inwestowania społecznościowego. W opcji maksimum strategia dochodu pasywnego zakłada powołanie funduszy nieruchomości Skarbu Państwa (budynków mieszkalnych i użytkowych, gruntów rolnych, lasów gospodarczych), zasilanych składkami emerytalnymi obywateli oraz dystrybucji udziałów w przedsiębiorstwach użyteczności publicznej wśród ich klientów. Zgromadzony kapitał oraz dochody z dywidend zastąpiłyby system zabezpieczenia emerytalnego, na wypadek bezrobocia oraz umożliwiłyby współfinansowanie świadczeń opieki zdrowotnej.

dlaczego?

Jednym z ledwie pozornych sukcesów transformacji ustrojowej III RP jest tworzony od zera rynek kapitałowy oraz dostępna na nim oferta usług i produktów inwestycyjnych. Koszty zarządzania Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych przez lata należały do najwyższych na świecie, a do ich ustawowego obniżania przystąpiono dopiero w 2018 r. Ustawodawca zagwarantował Otwartym Funduszom Emerytalnym rentę dochodzącą początkowo do 10% wysokości wpłat na zabezpieczenie emerytalne Polaków, nie egzekwując żadnych obowiązków z tego wynikających (w postaci minimalnej stopy zwrotu w momencie dystrybucji środków czy obowiązku dożywotności świadczenia). Ryzyko systemowe wynikające z nieefektywnego nadzoru instytucji publicznych przy ograniczonej konkurencji rynkowej zniechęca Polaków do oszczędzania i inwestowania, zmniejsza naszą za-

możność oraz osłabia szanse rozwojowe polskich przedsiębiorstw. Bez ponownego przemyślenia modelu rynku kapitałowego nie mamy szans na budowę silnej klasy średniej, opartej na własności majątku, przynoszącego dochód i dającego poczucie bezpieczeństwa polskim rodzinom.

jak?

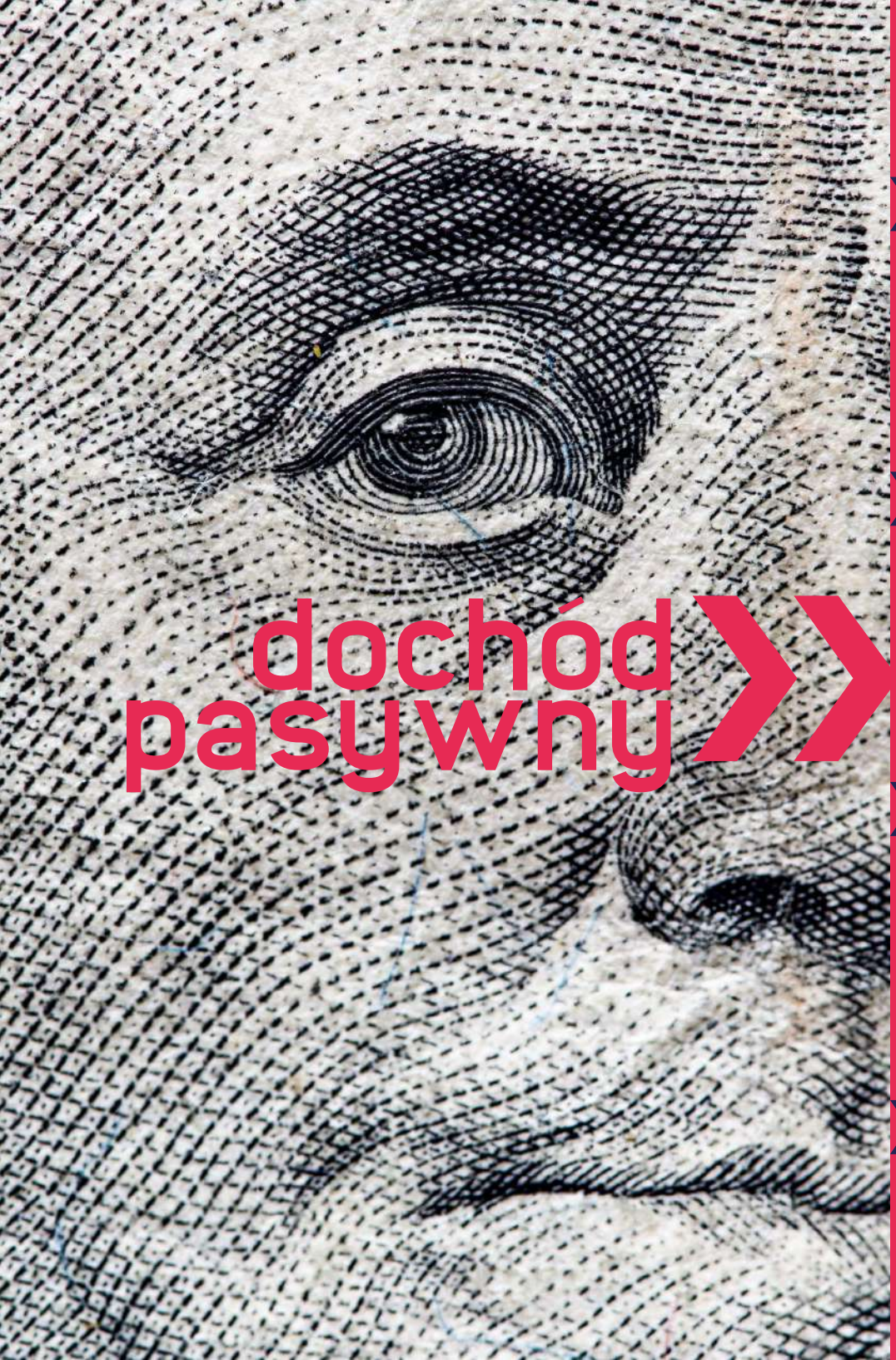
Wprowadzenie w Polsce akcjonariatu pracowniczego i udziałowego finansowania społecznościowego moderowane jest procesami zachodzącymi poza naszymi granicami: efektywnością amerykańskiego rynku kapitałowego oraz ambicją harmonizacji porządku prawnego Unii Europejskiej. Wciąż jednak istnieje przestrzeń dla inicjatywy polskiego prawodawcy: korzystne regulacje unijne możemy wdrażać jako pierwsi a nie ostatni, ustanawiać minimum obostrzeń i dodatkowych warunków, a niekiedy wręcz antycypować kierunki rozwoju rynku i stymulować konkurencję na rynku.

Wersja maksymalna obywatelskiego dochodu pasywnego, zakłada uzyskiwanie przez obywateli dochodu pochodzącego z udziału we własności majątku publicznego, który generuje stabilne, często regulowane przez instytucje państwa przychody. Stanowi odejście od dwufilarowości systemu emerytalnego (repartycyjny i kapitałowy) na rzecz hybrydowego (repartycyjno-majątkowego), opartego na funduszach zarządzających realnym majątkiem (nieruchomości, lasy gospodarcze, sieci przesyłowe), a nie pośredniczących w kupnie akcji przedsiębiorstw). Składki wnoszone do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych służyłyby zaspokojeniu potrzeb obecnych emerytów, jednocześnie ulegając konwersji na udziały w wybranych przez obywateli przedsiębiorstwach użyteczności publicznej lub funduszach nieruchomości. W ciągu jednego pokolenia Polacy staliby się właścicielami podlegającego dziedziczeniu majątku, generującego dochód pasywny, będący zabezpieczeniem na starość i w sytuacjach awaryjnych.

Struktura raportu

Niniejszy raport składa się z pięciu rozdziałów, z których pierwszy zawiera wprowadzenie do zagadnienia dochodu pasywnego a kolejne poświęcone są charakterystyce jego poszczególnych źródeł: akcjonariatu pracowniczego; finansowania społecznościowego; akcjonariatu konsumenckiego; funduszy nieruchomości Skarbu Państwa.

Każdy z rozdziałów składa się z trzech wyróżnionych bloków, odpowiadających na następujące pytania: "co proponujemy?"; "dlaczego warto?" oraz "jak to będzie działać?". Poszczególne rozdziały stanowią odrębne całości, a ich lektura w dowolnej kolejności nie powinna przysparzać trudności.



dochód pasywny

- akcjonariat **pracowniczy**
- finansowanie **społecznościowe**
- akcjonariat **konsumencki**
- fundusz **nieruchomości Skarbu Państwa**

dochód
pasywny

co?

Koncepcja dochodu pasywnego jako alternatywy bądź uzupełnienia dla dochodu płynącego z pracy czy działalności gospodarczej znana jest od lat i ma wiele długoterminowych historii sukcesu. W dawniejszych czasach dochód pasywny określano pojęciem renty, a osoby go uzyskujące nazywano rentierami. Najtrwalszym, wręcz wzorcowym przykładem kompletnego modelu zarządzania kapitałem prywatnym jest szwajcarski sektor asset management, składający się z fundacji rodzinnych, banków inwestycyjnych oraz niezależnych firm doradztwa inwestycyjnego. W porównaniu do rozwiązań francuskich czy brytyjskich, o jego sukcesie przesądziły dwa czynniki: pełna instytucjonalizacja (gwarantująca profesjonalizację, racjonalizację, specjalizację i globalną dywersyfikację inwestycji) oraz zapewnienie stabilności otoczenia rynku (ciągłość rozwiązań ustrojowych, neutralność polityczna, silny potencjał militarnego odstraszania potencjalnych agresorów).

Polskie doświadczenia były mniej szczęśliwe, lecz przede wszystkim cechują się zerwaniem ciągłości. Po naruszającym prawo własności prywatnej okresie PRL-u, do dzisiaj nie wytworzył się sektor zarządzania aktywami, a odradzające się majątki prywatne zarządzane są w większości przez ich właścicieli przy wsparciu podmiotów zagranicznych oraz działów private banking działających w Polsce banków uniwersalnych. Niedomaganiom oferty i funkcjonowania naszego rynku kapitałowego poświęciliśmy wcześniejszy raport Save&Invest: Prawo chroniące pieniądze Polaków. Inwestycje nastawione na uzyskiwanie dochodu pasywnego różnią się jakościowo od krótkoterminowych operacji spekulacyjnych. W pierwszej kolejności, z racji bardzo długiej perspektywy inwestycyjnej, powinny być bezpieczne, aby zapewniać wysokie prawdopodobieństwo ochrony kapitału w razie zawirowań rynkowych i politycznych, a przy tym muszą podlegać dywersyfikacji zmniejszającej ryzyko zjawisk jednostkowych. Trzecim istotnym kryterium jest ochrona wartości kapitału w czasie, a więc wybór aktywów, których wartość rośnie nie wolniej niż współczynnik inflacji. Ostatnim kryterium jest przynoszenie inwestorowi dochodu pasywnego, w postaci dywidendy lub dochodu z najmu.

Do modelowego portfela kwalifikowane są zazwyczaj cztery klasy aktywów:

>>akcje przedsiębiorstw (współwłasność firmy rodzinnej bądź akcje dużych spółek dywidendo-

wych działających w regulowanych lub stabilnych sektorach);
>>obligacje (skarbowe, komunalne, korporacyjne), listy zastawne;
>>nieruchomości (grunty rolne, powierzchnie komercyjne, mieszkania na wynajem);
>>kruszce, dzieła sztuki, inwestycje alternatywne.

Przy założeniu utrzymania się w kolejnych kilku dekadach sprzyjających rozwojowi gospodarczemu okoliczności międzynarodowych oraz stopniowego doskonalenia się instytucji otoczenia rynku, Polska ma szansę dorobić się własnego, spontanicznie powstającego sektora zarządzania majątkiem prywatnym. Dotychczasowe próby zaangażowania państwa na tym polu (na czele z obciążonymi śmiertelnymi grzechami pierworodnymi Otwartymi Funduszami Emerytalnymi) nie należały do szczególnie udanych. Kolejne podejścia w postaci wprowadzenia Indywidualnych Kont Emerytalnych oraz Indywidualnych Kont Zabezpieczenia Emerytalnego, wypadły nieco lepiej, a również w konstrukcji Pracowniczych Planów Kapitałowych znaleźć można okruchy refleksji nad błędnością wcześniejszych rozwiązań (jak choćby możliwość wykorzystania środków jako wkładu własnego do zakupu mieszkania). Docenić należy również prace nad powołaniem instytucji fundacji rodzinnych (funduszy powierniczych) prowadzone od 2019 r. przez Ministra właściwego ds. gospodarki.

Istotną luką w systemie narzędzi wsparcia państwa dla długoterminowego oszczędzania jest brak integracji poszczególnych produktów (OFE, IKE, IKZE, PPE, PPK) umożliwiającej przenoszenie środków pomiędzy funduszami. Zgodnie z zaleceniami promotorów przedsiębiorczego państwa (m.in. Mariany Mazzucato, Rainera Kattela), nie należy zniechęcać się pierwszymi niepowodzeniami w aktywnościach państwa, ale szukać sprytniejszych dróg do osiągnięcia zakładanych celów. Polski sektor asset management nie musi być kopią ani obszarem ekspansji modeli zagranicznym, możemy spróbować znaleźć własną drogę na skróty z wykorzystaniem zasobów już znajdujących się w rękach państwa.

dlaczego?

Koncepcja obywatelskiego dochodu pasywnego ma w swoich założeniach przebudować strukturę dochodów Polaków zgodnie z (1) trendem zmiany rentowności pracy i kapitału oraz (2) postulatami efektywności świadczeń publicznych.

(1) Ekonomiści od lat wskazują na rosnącą rentowność kapitału w relacji do dochodów płynących z pracy oraz na wzrost udziału kapitału w wytwarzaniu wartości dodanej gospodarki. W 9 krajach rozwiniętych (Australia, Francja, Hiszpania, Japonia, Kanada, Niemcy, Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Włochy) między połową lat 60. XX w. a rokiem 2014 udział dochodów przedsiębiorstw w PKB wzrósł o niemal jedną trzecią, z 35% do 44%[1]. W całej UE w latach 2009-2019 zanotowano wzrost dochodów z kapitału o 29,9%[2]. W Polsce, choć dochody z kapitału stanowią dużą część PKB (w 2014 r. - 53%), to w przeciągu ostatnich pięciu lat udział kapitału w PKB zmniejszył się o 6 p.p. (do 47% w 2019 r.)[3]. Rozwój nowych technologii, napędzany przez intensywne wsparcie państw, traktujących wyścig technologiczny w kategoriach wyścigu zbrojeń lub co najmniej odrabiania dystansu rozwojowego, będzie dodatkowo ten proces przyspieszał. Cyfryzacja, automatyzacja gospodarki z wykorzystaniem samouczących się algorytmów określi nową hierarchię międzynarodowego podziału pracy oraz przepływów kapitału. Częściowo anegdotycznym argumentem jest wzrost majątku osób najzamożniejszych, który następuje nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale również w Europie. Przykładowo w 2020 r. majątek 100 najbogatszych Europejczyków wzrósł według Bloomberga o 15% (120 mld euro) przy spadku PKB krajów unijnych o ok. 8%.

(2) Polska przyjęła specyficzny wariant państwa dobrobytu, będący hybrydą punktowo wprowadzanych narzędzi osłonowych z czasów szoku transformacyjnego oraz nieumiejętnych zapożyczeń z Zachodu. Instytucjonalna konstrukcja ustroju społeczno-gospodarczego (społeczna

gospodarka rynkowa z silną pozycją związków zawodowych), przy wysokim poziomie akceptacji społecznej dla transferów socjalnych, sprzyjały rozszerzaniu opiekuńczych funkcji państwa w miarę zwiększania się bazy podatkowej, bez próby uszczelnienia i uporządkowania systemu.

W konsekwencji duża część dyskursu publicznego orientuje się wokół rozwiązań zaspokajających potrzeby defaworyzowanych grup społecznych, które ze względu na krótką perspektywę polityków nie są rozwiązaniami systemowymi, a więc brakuje im optymalizacji pod kątem racjonalności i efektywności w ramach pełnego spektrum świadczeń. Nakładają się na siebie różne instrumenty i poziomy wsparcia państwa: systemy zabezpieczenia społecznego: emerytalnego, opieki społecznej i zdrowotnej, na wypadek bezrobocia, choroby i niepełnosprawności; instytucje rządowe i samorządowe; wynikające z polityk: mieszkaniowej, transportu publicznego, ochrony środowiska czy rozwoju rolnictwa.

W ostatnich latach rząd wprowadził szereg nowych świadczeń dla kolejnych grup społecznych: Rodzina 500+, Dobry Start 300+, Za życiem, Mama 4+, 13-ta i 14-ta emerytura, 500+ dla osób niezdolnych do samodzielnej egzystencji, dodatki mieszkaniowe w ramach Programu Mieszkanie+. Wadą wprowadzanych przez rząd programów jest projektowanie ich bez powiązania z istniejącymi rozwiązaniami, przez co obniżana jest całkowita wydolność struktur państwa (multiplikowanie zadań) oraz spada znajomość i zrozumienie oferty państwa ze strony obywateli. Przykładem całkowicie dysfunkcjonalnego rozwiązania jest działanie kilku równoległych systemów orzecznictwa o niepełnosprawności, kierujących się odmiennymi kryteriami i służących różnym celom.

Dla wybranych grup społecznych (np. rolników, emerytów) tworzone są całe zestawy instrumentów podnoszących wysokość ich dochodów, dostępnych niezależnie od realnej wysokości dochodu (a więc również dla bardzo zamożnych), funkcjonujących równolegle z przeznaczonymi dla całej populacji. Wysoka selektywność systemów świadczeń wynika z preferowania określonych grup społecznych jako realizacji interesu politycznego, służącego uzyskaniu poparcia wyborczego wybranych segmentów elektoratu. Krótka pamięć wyborców prowadzi do eskalacji dalszych potrzeb, które skutkują uruchamianiem kolejnych systemów wsparcia.

Realizacja krótkoterminowych interesów politycznych powoduje, że z biegiem czasu zwiększają się dysproporcje dochodowe pomiędzy grupami wspieranymi a tymi, którzy nie dostają wspar-

cia, zarówno z sektora prywatnego jak i publicznego. Prowadzi to do niezadowolenia społecznego i spadku zaufania do państwa. Brak zintegrowania systemów świadczeń oraz selektywność systemów wsparcia skutkują rozproszeniem strumienia transferów na całą klasę niższą i większość klasy średniej, w praktyce, w skrajnych przypadkach, stanowiąc istotny odsetek dochodu dla niektórych gospodarstw domowych z trzech górnych grup decylowych dochodów ludności. W konsekwencji jesteśmy państwem, w którym na skutek bardzo wysokiego obciążenia podatkowo-składkowego wynagrodzeń i konsumpcji osób najniżej zarabiających w relacji do opodatkowania majątku oraz dochodów osób o najwyższych dochodach, pracująca klasa niższa oraz klasa średnia finansuje świadczenia dla klasy niższej oraz uprzywilejowanej części klasy średniej. Pieniądze redystrybuowane są pomiędzy tymi samymi grupami społecznymi, bez osiągnięcia żadnej długoterminowej korzyści.

Poszczególne podsystemy świadczeń nie komunikują się ze sobą i pozostają ślepe na wsparcie dotychczas udzielone. Przy braku koordynacji, fikcją pozostaje dążenie do usamodzielnienia klientów pomocy społecznej. Polskie państwo dobrobytu jest fatalnie zaprojektowane i oferuje szerokiemu gronu obywateli szeroki strumień świadczeń finansowych, zmniejszając tym samym motywację do osiągania dochodu z pracy, zapobiegliwości finansowej, budowania i rozsądnego zarządzania majątkiem prywatnym. Dlatego koncepcja obywatelskiego dochodu pasywnego jest wizją porządkującą myślenie o konstrukcji systemu świadczeń społecznych w warunkach spadającej rentowności pracy.

jak?

Obywatelski dochód pasywny to w wersji minimum popularyzacja zarządzania majątkiem prywatnym w oparciu o uzyskiwanie stałego dochodu z inwestycji, do czego przysłużyłoby się wprowadzenie kilku punktowych zmian prawnych, którym poświęciliśmy dwa kolejne rozdziały. Akcjonariat pracowniczy upowszechniłoby zwolnienie firm z podatku CIT od kwoty dywidendy wypłaconej drobnym akcjonariuszom zatrudnionym w przedsiębiorstwie oraz samych pracowników

z podatku dochodowego od kwoty otrzymanej dywidendy. W przypadku crowdfundingu mile widziane byłoby ponowne dopuszczenie na polski rynek platform pożyczek społecznościowych oraz umożliwienie obrotu udziałami spółek za pośrednictwem tablic ogłoszeń prowadzonych przez platformy crowdfundingowe.

W opcji maksimum strategia dochodu pasywnego mogłaby zastąpić system zabezpieczenia na wypadek bezrobocia i inne podsystemy świadczeń społecznych oraz co najmniej kapitałowy filar systemu emerytalnego, przekierowując aktywa z drogich i nieefektywnych funduszy inwestycyjnych do bezpiecznych, zamkniętych funduszy nieruchomości Skarbu Państwa (budynków mieszkalnych i użytkowych, gruntów rolnych, lasów gospodarczych) oraz udziałów w komunalnych przedsiębiorstwach użyteczności publicznej.

Opisana w trzech ostatnich rozdziałach wersja maksymalna obywatelskiego dochodu pasywnego, zakłada uzyskiwanie przez obywateli dochodu pochodzącego z udziału we własności majątku publicznego, który generuje stabilne, często regulowane przez instytucje państwa przychody. Udziały te nabywane byłyby jako ekwiwalent wniesionych składek na ubezpieczenia społeczne, z możliwością zwiększenia ich wysokości oraz wyboru podmiotu, do którego mają trafiać (włącznie z możliwością wyboru funduszy inwestujących na rynku kapitałowym: ETF i TFI). Składki wnoszone do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych służyłyby zaspokojeniu potrzeb obecnych emerytów, jednocześnie ulegając konwersji na udziały w wybranych przez obywatela przedsiębiorstwach komunalnych lub funduszach.

W rozdziale czwartym zaproponowaliśmy model akcjonariatu konsumenckiego przedsiębiorstw użyteczności publicznej, a w rozdziale piątym funduszy inwestujących w nieruchomości Skarbu Państwa. Oszczędzający mogliby podjąć decyzję o reinwestowaniu zysków (w okresie aktywności zawodowej), bądź pobieraniu ich w formie dywidendy (w okresie bezrobocia, niezdolności do pracy oraz po przejściu na emeryturę). Kapitał zgromadzony w funduszach można byłoby wykorzystać na cele mieszkaniowe i zdrowotne członków najbliższej rodziny. W momencie przejścia na emeryturę środki zgromadzone w funduszu byłyby stopniowo wypłacane, a niewykorzystana kwota podlegałaby dziedziczeniu.

akcjonariat
pracowniczy

co?

Akcjonariat pracowniczy w prywatnych przedsiębiorstwach jest rozwiązaniem rozpowszechnionym przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, gdzie wypłacaniu premii w postaci akcji pracowniczych sprzyjają ulgi podatkowe oraz wysokokonkurencyjny rynek pracy, gdzie w interesie pracodawcy leży budowanie silnego przywiązania pracowników do firmy. W Polsce akcjonariat pracowniczy wprowadzaliśmy w zdegenerowanej formie przy komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych[4]. W postkomunistycznym modelu prywatyzacji przydzielenie pracownikom akcji przedsiębiorstwa (w liczbie proporcjonalnej do stażu pracy) stanowiło formę argumentu w negocjacjach o wyrażeniu zgody załogi na zbycie firmy prywatnemu bądź zagranicznemu podmiotowi. Przydzielenie akcji pracowniczych pozbawione było walorów budowania przywiązania do firmy, tudzież zwiększenia zaangażowania czy wynagradzania najlepszych i najbardziej wartościowych pracowników. W przypadku molochów, zatrudniających kilkadziesiąt tysięcy pracowników, nie doprowadziło nawet do wytworzenia struktur reprezentacji interesów mniejszościowych akcjonariuszy na walnych zgromadzeniach. Dominującą formą obrony własnych interesów pozostały związki zawodowe, kierujące się perspektywą praw pracowniczych w danym zakładzie pracy, a nie uprawnień współwłaścicieli spółki matki.

Niepowodzeniem zakończył się Program Powszechnej Prywatyzacji, który, choć formalnie dawał możliwość dojścia do własności majątku państwowego, stworzyły furtkę w postaci Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, które przejęły długotrwałe korzyści z zarządzania sprywatyzowanym majątkiem. Pewne podobieństwa do akcjonariatu pracowniczego można znaleźć w idei spółdzielczości jednak od samego początku lat 90. spółdzielczość nie miała w Polsce dobrej marki. Kojarzyła się jako substytut zarządzania przedsiębiorstwami produkcyjno-handlowo-usługowymi w czasach realnego socjalizmu i nawet w przypadku wyjątkowo udanego systemu spółdzielczości inwalidów nie przetrwała próby czasu.

Pierwsze programy emisji akcji pracowniczych w polskich przedsiębiorstwach prywatnych miały miejsce w latach 2006-2007. Od tego czasu popularność akcjonariatu pracowniczego nad Wi-

słą wzrastała, jednak w latach 2011-2016 zauważalny był spadek liczby nowych emisji[5]. W Polsce odsetek pracowników posiadających akcje pracownicze wynosi zaledwie 14,52% przy europejskiej średniej na poziomie 22,57% i w większość dotyczy pracowników dawnych przedsiębiorstw państwowych. Badanie przeprowadzone przez PwC wskazuje, że programy akcjonariatu pracowniczego posiada 31% największych spółek giełdowych, jednak wadą polskich programów akcjonariatu pracowniczego jest ograniczenie ich dostępności dla kluczowych pracowników, należących głównie do kadry zarządzającej (84%). W przypadku innych państw ta proporcja wygląda nieco lepiej – 59% programów akcyjnych jest dostępnych tylko dla pracowników wyższego szczebla, zaś 41% dla ogółu pracowników[6].

W Polsce nie istnieją żadne regulacje prawne wspierające popularyzację akcjonariatu pracowniczego. Przepisy ustawy o podatku CIT nie zawierają chociażby wyłączenia z podstawy do opodatkowania kosztów wprowadzenia programu akcjonariatu pracowniczego. Brakuje nawet jednolitego stanowiska w zakresie opodatkowania dochodów z programów akcyjnych. Rozbieżności podatkowe dotyczą 1) ustalenia, na którym etapie powstaje obowiązek podatkowy, 2) czy i kiedy dochodzi do podwójnego opodatkowania oraz 3) jak właściwie ustalić koszty uzyskania przychodów przy zbyciu akcji.

dlaczego?

Główną zaletą akcjonariatu pracowniczego jest usunięcie pola potencjalnych konfliktów pomiędzy pracownikami a zarządem firmy. Przyjęcie przez pracowników perspektywy współwłaścicieli czyni ich współodpowiedzialnymi za pomyślność przedsiębiorstwa i wyklucza bądź co najmniej mityguje przeciwstawianie interesowi firmy interesu pracowników. Wprowadzenie elementu harmonii w życie przedsiębiorstwa nie wyeliminuje oczywiście konieczności podejmowania trud-

5 Annual Economic Survey of Employee Share Ownership in European Countries 2006-2016, s. 71, , http://www.efesonline.org/annual%20economic%20survey/2016/survey%202016.pdf, dostęp: 27.10.2020 r.

6 Pracownicze programy akcyjne – szansa dla firm, szansa dla Polski, PwC, grudzień 2017, https://www.pwc.pl/pl/media/2017/2017-12-14-akcjonariat-pracowniczy-pwc.html, dostęp: 06.10.2020 r.

nych decyzji, jednak da możliwość zmiany mechanizmu ich podejmowania z jednokierunkowego (z góry do dołu), na dwukierunkowy: z możliwością większego udziału pracowników w zarządzaniu firmą. Wzrost wartości przedsiębiorstwa leży w interesie każdego współwłaściciela, choć samo zwiększenie zaangażowania pracowników nie gwarantuje uzyskania przewagi konkurencyjnej przez firmę. Przedsiębiorstwa z akcjonariatem pracowniczym mogą funkcjonować ze znakomitą, podnoszącą efektywność pracy kulturą organizacyjną, ale również cierpieć na deficyt impulsów rozwojowych, niechęć do zmiany czy ryzyka.

Emisja akcji pracowniczych obok zwiększenia zaangażowania i utożsamienia pracowników z firmą, może dostarczyć jej również kapitału niezbędnego do rozwoju. Akcje mogą przysługiwać pracownikom w formie planu motywacyjnego, ale również być oferowane do zakupu. Akcjonariat pracowniczy zwiększa odporność przedsiębiorstwa przed bankructwem, zwłaszcza w przypadku kryzysu lub podczas restrukturyzacji. Pracownicy, zachowując dotychczasowe zatrudnienie i wynagrodzenia mogą wspierać przedsiębiorstwo w utrzymaniu rentowności, na przykład godząc się na czasową redukcję wysokości wynagrodzenia, zwiększając tym samym odporność przedsiębiorstwa na turbulencje i zdarzenia losowe.

jak?

Upowszechnieniu akcjonariatu pracowniczego w Polsce przysłużyłoby się wprowadzenie preferencji podatkowych w postaci zwolnienia firm z podatku CIT od kwoty dywidendy wypłaconej drobnym akcjonariuszom zatrudnionym w przedsiębiorstwie oraz samych pracowników z podatku dochodowego od kwoty otrzymanej dywidendy. Dalej idące zwolnienia podatkowe mogą dotyczyć odliczenia od podstawy opodatkowania podatkiem CIT kosztów wprowadzenia akcjonariatu pracowniczego, a nawet samej wartości księgowej otrzymanych akcji od podatku PIT.

finansowanie społecznościowe

co?

Finansowanie społecznościowe (ang. crowdfunding) jest narzędziem umożliwiającym wielu indywidualnym inwestorom udział w sfinansowaniu jakiegoś projektu bądź przedsięwzięcia za pomocą niewielkich wpłat. Cały proces odbywa się za pośrednictwem platformy internetowej (np. odpalprojekt.pl, zrzutka.pl, beesfund.pl). Crowdfunding jest stosunkowo młodym sposobem finansowania, powiązanym z rozwojem Internetu – pierwsza zbiórka miała miejsce pod koniec lat 90., ale dopiero w ostatnich latach metoda stała się popularna. W Polsce jest to wciąż raczkujący i rozwijający się model, ale funkcjonuje już kilka platform, w ramach których społecznicy i przedsiębiorcy z powodzeniem mogą zdobywać środki na finansowanie swoich projektów. Zazwyczaj wpłaty darczyńców wiążą się z niewielkimi świadczeniami ze strony organizatora zbiórki lub są formą bezinteresownej pomocy (darowizny) dla realizacji cenionego przez darczyńcę celu. Finansowanie społecznościowe może jednak przybierać również inne formy: pożyczki społecznościowej, finansowania udziałowego oraz wspólnego zakupu nieruchomości.

Jedną z odmian crowdfundingu są pożyczki społecznościowe. Inicjatorami zbiórki są osoby chcące zaciągnąć pożyczkę na realizację określonego celu. Wynagrodzeniem społeczności (pożyczkodawców) są określone w umowie odsetki, a możliwość bardzo szerokiej dywersyfikacji przy niskich kosztach transakcyjnych umożliwia kontrolę ryzyka, wynikającego z pewnej liczby nierzetelnych pożyczkobiorców. Pierwsze platformy bazowały na emocjonalnej ocenie reputacji pożyczkobiorcy, przekształcając się z czasem w zaawansowane algorytmy oceny wiarygodności kredytowej przy użyciu modelu statystycznego zbudowanego w oparciu o uczenie maszynowe. Nieodzyskane wierzytelności w większości krajów podlegają sprzedaży firmom windykacyjnym, co redukuje skalę potencjalnych strat, a część platform oferuje nawet usługę ubezpieczenia, czyli przejęcia ewentualnej straty przez ubezpieczyciela w zamian za z góry określone wynagrodzenie, niwelujące przyszły zysk.

Niestety, obecnie platformy pożyczek społecznościowych funkcjonują wyłącznie na rynkach zagranicznych, a w Polsce indywidualni inwestorzy mogą nabyć tylko "udziały" w chwilówkach udzielonych przez firmy pożyczkowe (również z możliwością ubezpieczenia, a więc z gwarancją

góry określonego zysku). Polityka polskiego nadzorcy rynku, zasłaniającego się ochroną nieprofesjonalnych inwestorów jest w tym przypadku co najmniej wątpliwa (acz z pewnością mieszcząca się w interesie firm pożyczkowych).

Społecznościowe finansowanie udziałowe (ang. equity crowdfunding, crowdinvesting, investment crowdfunding) obok wymiaru aksjologicznego, umożliwia osiąganie dodatkowych korzyści z dokonanej inwestycji. Inwestorzy nabywają udziały w spółce kapitałowej oraz różnego rodzaju gadżety, kupony rabatowe czy nagrody rzeczowe (np. przyszłe produkty czy usługi). Inwestorzy uzyskują możliwość udziału w walnym zgromadzeniu oraz prawo do dywidendy. W formie crowdinvestingu finansowane są przedsięwzięcia gospodarcze i artystyczne (np. produkcja filmu Rój).

Akcjonariusze wspierający zbiórki na platformach crowdfundingu udziałowego mogą uzyskać zwrot ze swoich inwestycji na kilka różnych sposobów:

>>odsprzedaż akcji innym inwestorom na rynku niepublicznym;
>>udział w przyszłych zyskach firmy poprzez otrzymanie dywidendy;
>>odkupienie akcji przez spółkę;
>> ofertę publiczną i sprzedaż akcji po wprowadzeniu spółki na giełdę.

Aktualnie nie istnieje zorganizowany rynek obrotu wtórnego akcjami nabytymi w zbiórkach crowdfundingowych, co oznacza, że sprzedający i kupujący muszą działać na własną rękę. Zorganizowane rynki obrotu akcjami powstaną we wszystkich krajach UE po wejściu w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych z dnia 8 lipca 2020 r. Rozporządzenie ujednolica status platform crowdfundingowych w krajach UE; umożliwia tworzenie tablic ogłoszeń dla potencjalnych sprzedających i kupujących (pod warunkiem, że na tablicy ogłoszeń nie zestawia się zleceń kupna i sprzedaży przez osoby trzecie, w sposób, który skutkuje zawarciem umowy, chyba że dostawca posiada odrębne zezwolenie na kojarzenie zleceń w oparciu o przepisy dyrektywy MiFID II); zapewnia rejestrację w krajowych organach nadzoru rynku; gwarantuje transgraniczność działalności; określa limit finansowania na poziomie 5 mln euro w okresie 12 miesięcy oraz ustala

obowiązki dla organizatorów zbiórek w zakresie treści arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych.

Dostawcy usług finansowania społecznościowego poddani zostaną także normom ostrożnościowym, które będą obejmowały m.in. obowiązek opracowania planów ciągłości działania, uwzględniających ryzyka związane z upadłością dostawcy usług; wymogi ostrożnościowe mające na celu zapobieganie konfliktowi interesów, które dotyczyć będą dostawców usług finansowania, ich akcjonariuszy lub udziałowców, kadry kierowniczej i pracowników; szczególne wymogi dot. outsourcingu oraz szczególne wymogi dot. przechowywania aktywów. Wprowadzone zostanie rozróżnienie pomiędzy inwestorami doświadczonymi a niedoświadczonymi, czemu towarzyszyć będzie rozróżnienie poziomu środków ochrony inwestorów.

Rynek crowdinvestingu w Polsce jest stosunkowo niewielki. W 2019 r. na zbiórkach organizowanych na platformach crowdfundingowych zebrano ok. 50 mln złotych[7]. W pierwszej połowie 2020 r. na największej polskiej platformie crowdinvestingowej Beesfund, spółki pozyskały 16,27 mln zł wobec 14,44 mln zł w pierwszej połowie 2019 r.[8] Od początku 2020 r. siedem spółek dołączyło do tzw. „Klubu Miliona" – czyli pozyskało w ramach zbiórki udziałowej ponad milion złotych[9]. Obecnie maksymalna kwota, jaką firmy mogą zebrać w ciągu roku w ramach publicznej zbiórki funduszy wynosi 4 mln złotych.

Odmianą społecznościowego finansowania udziałowego jest finansowanie nieruchomości (ang. real-estate crowdfunding, REC). Umożliwia ono inwestowanie w nieruchomości szerokiemu gronu nieprofesjonalnych inwestorów, nawet dysponującym bardzo niewielkim kapitałem. Możemy wyróżnić inwestycje deweloperskie, gruntowe oraz rentierskie. Inwestycje deweloperskie polegają na nabyciu udziałów spółek zajmujących się budową osiedli budynków lub domów jednorodzinnych, zakupem, remontem i sprzedażą kamienic bądź budową budynków komercyjnych. Inwestycje grun-

7 Szymon Maj, Przełomowy rok dla crowdfundingu udziałowego, Puls Biznesu, https://www.pb.pl/przelomowy-rok-dla-crowdfundingu-udzialowego-978493, dostęp: 27.10.2020 r.

8 16 mln zł w 6 miesięcy. Polska platforma crowdfundingu udziałowego notuje rekord, Business Insider Polska, https://businessinsider.com.pl/finanse/beesfund-polska-platforma-crowdfundingu-udzialowego-notuje-rekord/xqmyyky, dostęp: 27.10.2020 r.

9 Crowdfunding ma być łatwiejszy: większe limity w UE, Rzeczpospolita, https://www.rp.pl/Biznes/307299879-Crowdfunding-ma-byc-latwiejszy-wieksze-limity-w-UE.html, dostęp: 27.10.2020 r.

towe opierają się na zakupie ziemi, przekształceniu jej sposobu użytkowania oraz przygotowaniu dla potrzeb przyszłego inwestora. Natomiast inwestycje rentierskie polegają na wspólnym zakupie mieszkań lub powierzchni komercyjnych z przeznaczeniem na wynajem. Jednym z najbardziej znanych przypadków inwestycji z wykorzystaniem REC był zakup pałacu Schloss Weißenhaus w niemieckim landzie Schleswig-Holstein w 2005 roku za 7 mln euro przez indywidualnego inwestora, Jana Henrica Buettnera, który następnie zebrał na platformie Companisto 7,5 mln euro, aby przekształcić go w pięciogwiazdkowy kompleks wypoczynkowy.

dlaczego?

Crowdinvesting umożliwia dostęp szerokiemu gronu inwestorów do ciekawych i perspektywicznych inicjatyw biznesowych. Działalność młodych firm, zwykle technologicznych bądź działających w niszowych obszarach zazwyczaj wiąże się z dużym ryzykiem, ale również potencjalnie wysoką stopą zwrotu. Badania naukowców z Willamette University dowodzą, że inwestycje w formie crowdinvestingu osiągają średniorocznie 20-procentową stopę zwrotu. Z kolei według brytyjskiej firmy Seedrs, w latach 2012-15 projekty crowdinvestingowe wygenerowały średnioroczny zysk na poziomie 14,4%. Badanie objęło 250 emisji akcji i udziałów, przeprowadzonych na Wyspach Brytyjskich na początku drugiej dekady XXI wieku. Z kolei według wyników badania opublikowanego w 2016 r., inwestycja w 212 start-upów za pośrednictwem portalu Crowdcube w latach 2011-15 przyniosła średniorocznie 8,8%[10]. Najmniej optymistyczne są dane Komisji Europejskiej, z których wynika, że inwestorzy finansujący 100 uwzględnionych w badaniu projektów crowdinvestingowych, zarobili od 5 do 8% w skali roku[11].

Z punktu widzenia przedsiębiorcy, crowdinvesting przypomina emisję akcji na giełdzie. Crowdinvesting, obok funduszy venture capital oraz aniołów biznesu jest najpopularniejszym sposo

bem finansowania wśród startupów i innych początkujących firm, które potrzebują kapitału, jednak nie posiadają jeszcze majątku, którym mogłyby zabezpieczyć zaciągnięcie kredytu w banku. Dzięki rozproszonemu akcjonariatowi przedsiębiorcy mogą uniknąć sytuacji, w której pojedynczy inwestor ma decydujący głos w sprawie losów spółki, a równocześnie uzyskują możliwość budowania więzi z mniejszymi inwestorami (często klientami firmy), którzy mogą być bardziej skłonni do angażowania się w jej życie, tym bardziej biorąc pod uwagę jej niewielki rozmiar w porównaniu do typowych spółek giełdowych. Z kolei inwestorzy zyskują okazję do inwestycji niewielkich kwot z potencjalnie wysoką stopą zwrotu, a dzięki dywersyfikacji inwestycji, redukują ryzyko poniesienia straty.

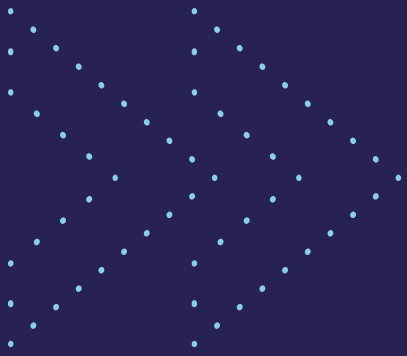
jak?

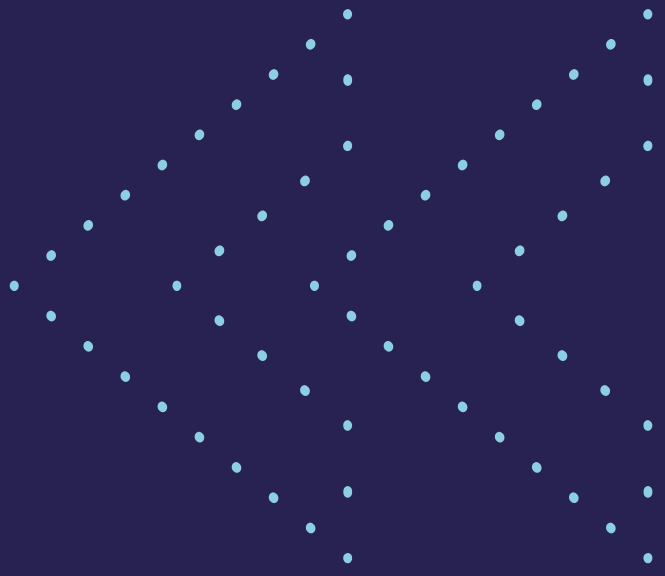
Ryzyko systemowe jakie wiąże się z inwestowaniem w ramach crowdinvestingu zostanie zminimalizowane poprzez objęcie działalności platform crowdinvestingowych nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Obecnie instytucje publiczne nie gromadzą informacji co do skali oraz problemów, z jakimi boryka się rynek crowdinvestingu w Polsce. Wszystkie informacje w tym zakresie generowane są w sposób nieskoordynowany przez platformy, inwestorów oraz organizatorów zbiórek. Niedostatek informacji skutkuje niedokładnością analizy sytuacji rynkowej. Nowelizacja ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z marca 2018 r. nie zakazała wprawdzie działalności platformom bez licencji maklerskiej, jednak ograniczyła ich działalność. Firmy nie mogą oferować instrumentów finansowych, przyjmować i przekazywać zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a maksymalny cel finansowy jednej zbiórki wynosi 4 mln zł.

Ze względu na wzrost zainteresowania crowdinvestingiem, eksperci od lat zwracali uwagę na konieczność uregulowania działalności tego sektora w celu zapewnienia większej ochrony prawnej uczestników rynku. Polski ustawodawca spóźnił się z przygotowaniem odrębnej ustawy o finansowaniu społecznościowym, a lukę tę wypełni dopiero Rozporządzenie UE. Wciąż jednak istnieje przestrzeń dla ułatwień regulacyjnych po stronie ustawodawcy i regulatora rynku, w szczególności w postaci integracji zasad obowiązujących na rynku regulowanym i dwóch rynkach alter-

natywnych. Można domniemywać, iż na tablice ogłoszeń portali crowdinvestingowych trafią oferty kupna i sprzedaży niepublicznych spółek kapitałowych, które wcześniej nie organizowały zbiórek crowdfundingowych.

Brak szybkiej reakcji państwa na nowe sposoby oferowania inwestycji, wynikające często z biurokratycznej, antyrynkowej kultury organizacyjnej organów nadzoru, narażają nieprofesjonalnych inwestorów na poważne ryzyko straty. Dostrzeżenie i ujęcie w regulacjach prawnych polskiego rynku kapitałowego nowych obszarów działalności finansowej: kantorów internetowych, finansowania społecznościowego, kryptowalut, tokenizacji aktywów ma potencjał pozytywnego wpływu na całość rynku. Jego konkurencyjność poprawiłoby dopuszczenie platform pożyczek społecznościowych, które przez wiele lat stanowiły już w Polsce atrakcyjną alternatywę wobec firm pożyczkowych.





akcjonariat
konsumencki

co?

Akcjonariat konsumencki jest rozwiązaniem pozwalającym na dopuszczenie osób fizycznych będących klientami przedsiębiorstwa do partycypacji w jego akcjonariacie. Funkcjonuje w sposób spontaniczny, gdy klient decyduje się na zakup akcji notowanych na giełdzie. Mógłby jednak odegrać większą rolę w przypadku przedsiębiorstw użyteczności publicznej, w polskim przypadku przede wszystkim komunalnych: wodociągów, oczyszczalni ścieków, operatorów sieci ciepłowniczych, transportu publicznego. Świetnie sprawdziłby się również w przypadku przedsiębiorstw elektroenergetycznych i ciepłowniczych, działających w sektorach podlegających regulacjom państwowym. Dystrybucja udziałów w takich przedsiębiorstwach pomiędzy ich klientów mogłaby przebiegać w sposób skoordynowany w wypracowanym przez ustawodawcę modelu prywatyzacji. Polska byłaby pionierem takiego rozwiązania, które nie ma jeszcze precedensu poza nielicznymi rozważaniami teoretycznymi.

dlaczego?

Wdrożenie akcjonariatu konsumenckiego generuje pozytywne impulsy zarówno dla konsumenta, jak i dla przedsiębiorstwa. Akcjonariusze będący klientami dobrze znają firmę, sposób jej funkcjonowania oraz pracowników. Nie inwestują zatem pieniędzy w ciemno, lecz mogą osobiście przekonać się o jakości usług danej firmy. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa akcjonariat konsumencki wzmacnia poziom zaufania pomiędzy obiema stronami oraz generuje rodzaj więzi, który skutkuje dokładniejszym zespoleniem klienta-akcjonariusza z przedsiębiorstwem, zwiększa lojalność klientów i skłonność do polecania usług innym osobom. Ponadto, dla zarządu firmy akcjonariat konsumencki jest naturalną zachętą do dbania o efektywność oraz jakość świadczonych usług.

Obecnie w przedsiębiorstwach użyteczności publicznej uprawnienia właścicielskie wykonywane są przez władze samorządowe lub państwowe, które odpowiadają za bardzo wiele obszarów i ciężko je rozliczać z poszczególnych niesprawności w obszarze nadzoru właścicielskiego. Dla

klientów firmy, zasiadających w Radzie Nadzorczej czy biorących udział w Walnym Zgromadzeniu, zaniedbania osób zarządzających będą lepiej znane i surowiej oceniane.

Wprowadzenie akcjonariatu konsumenckiego przedsiębiorstw użyteczności publicznej pozwoli na wyeliminowanie typowych patologii zarządzania w sektorze publicznym. Wpłynie na obniżenie kosztów świadczenia usług publicznych, poprawę jakości świadczonych usług oraz usprawnienie zarządzania. Badania wskazują, że wykonywanie tych samych usług przez przedsiębiorstwa z kapitałem prywatnym jest tańsze o ok. 30-40% w porównaniu do tych samych usług realizowanych przez przedsiębiorstwa publiczne[12]. W przypadku organizacji przetargów zamiast powierzenia realizacji zadań podmiotom publicznym koszty ponoszone przez władze lokalne są niższe o ok. 20%[13]. Według Center for the Study of Regulated Industries, najlepsze efekty optymalizacyjne dają równoczesne zmiany statusu właścicielskiego połączone ze wzrostem konkurencji. Wynika to z efektu synergii między efektywnością produkcyjną (zmiana struktury własności) i efektywnością alokacyjną (zagwarantowanie swobody konkurencji)[14].

Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej posiadają zazwyczaj pozycję monopolisty lub quasimonopolisty, co przy niedostatku konkurencji w danym sektorze osłabia motywację do obniżania kosztów działalności i podnoszenia jakości. Strukturalna nierentowność maskowana jest windowaniem cen oraz zastrzykami finansowymi z budżetów samorządowych oraz państwowych. Struktury decyzyjne przedsiębiorstw publicznych są często sztywne oraz scentralizowane, czemu towarzyszy rozrastanie się aparatu biurokratycznego, obsługującego rzekomo wzrastającą liczbę kompetencji. Kadra kierownicza wykazuje niską skłonność do ryzyka inwestycyjnego, a strategie marketingowe takich przedsiębiorstw są niedopasowane i rzadko napędzane właściwie zaprojektowanym systemem zachęt. W przedsiębiorstwach publicznych obserwowalny jest nadmierny rozrost potencjału wytwórczego w postaci przerostu zatrudnienia, terenów, środków trwałych, co powoduje wzrost kosztów ogólnych przedsiębiorstwa[15]. Wprowadzenie bądź wzmocnienie me-

12 E. S. Savas, Prywatyzacja. Klucz do lepszego rządzenia, Warszawa 1992 r., ss. 153-155.

13 J. Cubbin, S. Domberger, S. Meadowcroft, Competitive tendering and refuse collection: identifying the sources of efficiency gains, Fiscal Studies 1987, ss. 49-58.

14 J. A. Kay, O. J. Thompson, Privatization: A Policy in Search of a Rationale, „The Economic Journal", March 1986.

15 A. Wasiak, Efektywność prywatyzacji usług komunalnych, Narodowy Instytut Samorządu Terytorialnego, nr 35/2018, https://www.nist.gov.pl/files/zalacznik/1547119361_Opinie%20i%20analizy%20nr%2035.pdf, dostęp: 20.09.2020 r.

chanizmu kalkulacji ekonomicznej prowadzi do większej zwinności działania, która w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu decyduje o zyskowności prowadzonego biznesu.

jak?

Wdrożenie akcjonariatu konsumenckiego możliwe jest na poziomie jednostek samorządu terytorialnego bez tworzenia szczególnych rozwiązań prawnych. Spółki komunalne mogą emitować nowe akcje, oferując ich objęcie swoim klientom jako alternatywę dla finansowania dłużnego inwestycji. Prawa klientów-akcjonariuszy będą takie same, jak innych akcjonariuszy zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych.

Nowym rozwiązaniem, wymagającym interwencji legislacyjnej powinno być zobowiązanie przedsiębiorstw użyteczności publicznej do wypłaty dywidendy w wysokości 90% zysku. Rekompensatą i zachętą dla przedsiębiorstw, które zdecydują się na uruchomienie programu akcjonariatu konsumenckiego powinno być zwolnienie z podatku CIT. Warunkiem uzyskania takiego zwolnienia byłoby rozproszenie co najmniej 50-70% udziałów przedsiębiorstwa wśród akcjonariuszy posiadających poniżej 0,1% udziałów. Już na etapie wdrażania akcjonariatu konsumenckiego od podatku dochodowego powinny zostać odliczone koszty przygotowania i wdrożenia programu. Dalej idące preferencje podatkowe mogą zakładać zwolnienie klientów-akcjonariuszy z podatku dochodowego od kwoty otrzymanej dywidendy. Tak skonstruowany system zachęt podatkowych spowodowałby upowszechnienie akcjonariatu konsumenckiego nawet bez powiązania go z systemem emerytalnym. W rozszerzonej wersji maksymalnej, akcje państwowych przedsiębiorstw użyteczności publicznej mogłyby być przyznawane jako ekwiwalent składek emerytalnych wnoszonych przez obywateli do Funduszy Ubezpieczeń Społecznych. Ubezpieczeni, którzy zdecydują się na taką formę zabezpieczenia emerytalnego będą mogli korzystać z dywidend oraz upłynniać zgromadzone akcje po ustaniu aktywności zawodowej

fundusze
inwestycyjne
nieruchomości
Skarbu Państwa

co?

REIT-y (ang. Real Estate Investment Trust) to instytucje wspólnego inwestowania, umożliwiające inwestorom nieprofesjonalnym lokowanie aktywów finansowych w zakup nieruchomości. Akcje REIT-ów notowane są na giełdach papierów wartościowych, stąd ich zakup nie różni się od zakupu akcji czy obligacji. Fundusze inwestują zarówno w nieruchomości użytkowe: powierzchnie biurowe, handlowe, usługowe, hotelowe, magazynowe, ale również w mieszkania na wynajem. Zysk pochodzący z najmu w przeważającej większości wypłacany jest udziałowcom w postaci dywidendy i przeważnie przekracza oprocentowanie obligacji korporacyjnych.

Koncepcja REIT-ów powstała w 1960 r. w USA za prezydentury Dwighta D. Eisenhowera[16] na wzór zasad podatkowych odnoszących się do inwestycyjnych funduszy wzajemnych (ang. mutual funds) wprowadzonych dwadzieścia lat wcześniej przez "Investment Company Act of 1940"[17]. Pierwszą spółką tego typu była American Realty Trust założona przez T.J. Broyhilla w 1961 r.

Obecnie, fundusze wynajmu nieruchomości jako wyodrębnione formy osobowości prawnej funkcjonują z powodzeniem w 36 systemach podatkowych na świecie, a wartość zarządzanych przez nie nieruchomości wynosi około 1,7 bln dolarów[18]. Pierwszym państwem w Europie, które w 1969 r. wprowadziło do obrotu prawnego REIT-y były Niderlandy. Dzisiaj REIT-y funkcjonują w 16 państwach Unii Europejskiej, są to m.in. belgijska Aedifica, niemiecka Alstria, włoska COIMA, belgijskie Cofinimmo, francuskie Gecina i Primonial REIM, irlandzkie Hibernia REIT, brytyjskie Great Portland Estates, Intu, SEGRO, Supermarket Income REIT, Workspace Group czy Shaftesbury[19]. Aby uzyskać przywileje podatkowe, spółki wynajmu nieruchomości muszą spełnić wymogi formalno-prawne odnoszące się m.in. do wysokości kapitału założycielskiego, alokacji aktywów, wykluczenia większości rodzajów działalności gospodarczej, źródeł i sposobów rozdysponowania dochodów, wysokości zadłużenia, co wpływa na zwiększenie bezpieczeństwa inwestowania dla inwestorów nieprofesjonalnych. W zależności od kraju, do uzyskania zwolnień podatkowych kwalifikuje wypłata dywidendy na minimalnym poziomie od 70% do 90% zysków spółki. Brak pozostawienia zysku w spółce w celu dalszego reinwestowania oraz wykluczenie rodzajów działalności obarczonych wysokim ryzykiem odróżnia REIT-y od klasycznych organizacji biznesowych, przybliżając je do mo-

delu funduszy inwestycyjnych.

W Polsce fundusze inwestujące w nieruchomości są praktycznie nieobecne. Jedyną firmą działającą według zbliżonego modelu jest notowany na GPW Polski Holding Nieruchomości. Portfel PHN obejmuje ponad 150 nieruchomości o wartości ok. 3 mld zł. Spółka prowadzi również działalność deweloperską w sektorach: mieszkaniowym, biurowym, handlowym i logistycznym. 72,17% akcji pozostaje w posiadaniu Skarbu Państwa, a dalsze 23,69% w rękach Otwartych Funduszy Emerytalnych. Spółka regularnie od 2013 r. wypłaca dywidendę w wysokości od 1,6% do 7,48% wartości akcji, niestety w trendzie spadkowym.

W polskim porządku prawnym nie przewidziano dotychczas specjalnych warunków prowadzenia firm inwestujących w najem nieruchomości pomimo prób podjętych w 2016 r.[20] oraz 2017 r.[21]. Ryzyko systemowe wynikające ze słabego nadzoru państwa nad rynkiem finansowym (jak w przypadku przekształconego w piramidę finansową Metropolitan Investment) zniechęca do większej aktywności na tym rynku ze stratą dla potencjalnych inwestorów oraz całego sektora. W konsekwencji, inwestorzy indywidualni usiłujący wejść na rynek nieruchomości decydują się najczęściej na zakup mieszkania na wynajem lub udziałów w condohotelu.

dlaczego?

W porównaniu do indywidualnego zakupu mieszkania, REIT-y, dzięki dywersyfikacji sektorowej, stanowią bezpieczniejszą formę inwestowania, przynosząc niewiele niższą stopę zwrotu. Gwarantują istotnie większą łatwość wejścia i wyjścia z inwestycji oraz niższe koszty transakcyjne niż indywidualny zakup nieruchomości. Z kolei, w porównaniu do obligacji skarbowych i korporacyjnych, oferują wyższą stopę zwrotu przy umiarkowanym ryzyku i wysokiej płynności. Z punktu widzenia inwestora, koszty zarządzania nieruchomością rekompensowane są przez zwolnienie spółki z podatku dochodowego (w Polsce rozważano obniżoną stawkę 8,5% lub zupełne zwolnienie z podatku

20 https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12290954, dostęp: 29.09.2020 r.

21 https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12310958 , dostęp: 29.09.2020 r.

CIT pod warunkiem wypłaty 90% zysków w formie dywidendy). Dodatkową ekspozycję na ryzyko może stanowić procykliczność notowań giełdowych REIT-ów, gdyż w okresach dekoniunktury kurs spada dużo mocniej niż ceny nieruchomości. Wyższa zmienność kursu powoduje, iż REIT-y jako alternatywa dla obligacji są rozwiązaniem dla osób stosujących strategię długoterminową o horyzoncie dłuższym od jednego cyklu koniunkturalnego.

Umożliwienie działalności REIT-ów oferuje lepszą dystrybucję kapitału od oszczędzających do inwestorów niż w przypadku działalności banków uniwersalnych (w których dodatkowo występuje niedopasowanie terminów zapadalności pasywów i aktywów). W Polsce przez lata zmagaliśmy się z niedostatkiem kapitału inwestycyjnego, który musieliśmy pozyskiwać z zagranicy. Od kilku lat dysponujemy już solidną i stale rosnącą nadwyżką oszczędności, które nie pracują efektywnie dla finansowania inwestycji produkcyjnych i budowlanych ze względu na dysfunkcyjną organizację rynku kapitałowego. Wprowadzenie REIT-ów uwolnić należy od powiązania ich z polityką mieszkaniową państwa, a więc zrezygnować z określania progów inwestycji w poszczególne sektory rynku nieruchomości. Rozwiązanie to ma służyć głównie drobnym inwestorom, którzy oczekują od państwa polskiego stworzenia otoczenia prawnego dla bezpiecznych i wysokorentownych inwestycji.

jak?

Punktem wyjścia przy projektowaniu polskich funduszy rynku nieruchomości powinien być rządowy projekt ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości, który 25 września 2018 r. trafił do Sejmu. Projekt przewidywał, że co najmniej 90% przychodów netto REIT-u powinno pochodzić z naj

mu nieruchomości i jednocześnie 90% zysków dystrybuowane musi być w formie dywidendy. Projekt ustalił minimalną wysokość kapitału zakładowego na poziomie 50 mln zł, zakładał możliwość zadłużania się REIT-u do poziomu 50% wartości aktywów. Według projektu ustawy, spółki inwestujące w najem nieruchomości objęte byłyby odroczeniem obowiązku podatkowego z tytułu podatku CIT do czasu wydatkowania ich równowartości na wypłatę dywidendy na rzecz inwestorów. W projekcie ustawy została także przewidziana niższa nominalnie stawka podatku CIT, wynosząca 8,5% uzyskanego przez firmę dochodu. Ponadto, firmy inwestujące w najem nieruchomości podlegałyby zwolnieniu podatkowemu z podatku dochodowego z tytułu dochodu spółek zależnych uzyskanego z wynajmu nieruchomości mieszkalnych oraz ze sprzedaży tych nieruchomości[22].

Podstawową słabością projektowanego wówczas rozwiązania było ograniczenie działalności REIT-ów do lokali mieszkalnych przeznaczonych na wynajem. Rząd opierał się wówczas na szeregu błędnych założeń dotyczących:

>>deficytu mieszkań na wynajem w relacji do popytu;

>>nadmiaru nowobudowanych mieszkań na rynku pierwotnym;

>>niedostatecznego dostępu do finansowania dla nowych inwestycji mieszkaniowych.

W oparciu o powyższe, błędne, założenia nie sposób było przekonać dużych podmiotów (wymóg kapitału zakładowego) do podjęcia zaprojektowanej przez rząd działalności gospodarczej. Po I czytaniu ustawa trafiła do sejmowej zamrażarki i ostatecznie nie weszła w życie. Wprowadzenie REIT-ów na polski rynek jest wciąż realne, ale pod warunkiem rezygnacji z ówczesnych ograniczeń, a w szczególności w oparciu o majątek publiczny, niezależnie od aktywności podmiotów prywatnych.

Państwo polskie jest właścicielem majątku o wartości niecałych 2,3 bln zł (według oszacowanej przez D. Dettera i S. Fölstera średniej wartości publicznego bogactwa na poziomie 114 proc. PKB[23]). Część tego majątku wykorzystywana jest sporo poniżej potencjału jego rentowności, a po wniesieniu do transparentnego, giełdowego funduszu miałaby szansę na lepsze zarządzanie. REIT-y mogłyby powstać z wniesienia aportu w postaci gruntów rolnych, lasów gospodarczych, mieszkań komunalnych, hoteli, budynków użytkowych przeznaczonych na wynajem oraz biurowych

będących siedzibami urzędów.

W Zasobie Własności Rolnej Skarbu Państwa (WRSP) na 31 lipca 2020 r. znajdowało się ogółem 1 362 914 ha, z czego grunty znajdujące się w dzierżawie stanowiły 1 066 675 ha, w trwałym zarządzie 17 662 ha, użytkowaniu wieczystym 52 826 ha, dożywotnim użytkowaniu 2 537 ha oraz w bezumownym użytkowaniu 12 787 ha[24]. Powierzchnia gruntów Zasobu WRSP nie posiadających kwalifikacji sposobu rozdysponowania wynosiła 174 405 ha. Średnia wysokość czynszu dzierżawnego dla gruntów wydzierżawionych przez KOWR w I półroczu 2020 r. wyniosła 9,6 dt pszenicy/ha, co stanowiło wzrost o 12% r/r. W 2019 r. przychody z odpłatnego korzystania z mienia Zasobu WRSP wyniosły 432,8 mln zł. Wniesienie części powyższych gruntów do funduszu REIT wymaga zmiany ustaw regulujących ustrój rolny[25], a czynsz dzierżawny wnoszony przez rolników, stanowiłby znakomite źródło obywatelskiego dochodu pasywnego.

Polska plasuje się w europejskiej czołówce pod względem powierzchni lasów. Obecnie powierzchnia lasów w Polsce wynosi ponad 9,2 mln ha, co stanowi 29,6% powierzchni kraju. Zdecydowana większość zajmują lasy państwowe, a ok. 7,3 mln ha zarządzane jest przez Państwowe Gospodarstwo Leśne Lasy Państwowe[26]. W 2019 r. Lasy Państwowe osiągnęły przychody w wysokości 9,15 mld zł, przy kosztach wynoszących 8,71 mld zł. Wynik netto to 414,9 mln zł. Dla porównywania w 2018 roku przychody wyniosły 9,8 mld zł, a koszty 9,23 mld zł. Po zmianie Ustawy z dnia 28 września 1991 o lasach, przychody jakie generuje użytkowanie lasów mogłyby stanowić stabilne źródło obywatelskiego dochodu pasywnego.

Gminy w Polsce dysponują ponadto znacznym zasobem nieruchomości w ramach mieszkaniowego zasobu gminnego. W 2018 roku w zasobach gminnych znajdowało się 7 mln lokali mieszkalnych (z czego tylko 101,2 tys. lokali socjalnych)[27]. Zasób mieszkań komunalnych mógłby zostać

24 https://www.kowr.gov.pl/zasob, dostęp: 29.09.2020 r.

25 Zmiany przepisów musiałyby objąć Ustawę z dnia 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa, Ustawę z dnia 11 kwietnia 2003 r. o kształtowaniu ustroju rolnego, Ustawę z dnia 14 kwietnia 2016 r. o wstrzymaniu sprzedaży nieruchomości Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa, Ustawę z dnia 10 lutego 2017 r. o Krajowym Ośrodku Wsparcia Rolnictwa oraz Ustawę z dnia 10 lutego 2017 r. – Przepisy wprowadzające ustawę o Krajowym Ośrodku Wsparcia Rolnictwa.

26 https://www.lasy.gov.pl/pl/nasza-praca/zasoby-lesne, dostęp: 29.09.2020 r.

27 Analizy Statystyczne GUS: Gospodarka mieszkaniowa i infrastruktura komunalna w 2018 r., Warszawa 2019 s. 28.

wniesiony do funduszu REIT, co wymagałoby nowelizacji ustawy o mieszkaniowym zasobie gminnym oraz niektórych innych ustaw.

W funduszach nieruchomości mogłyby znaleźć się również samorządowe i rządowe powierzchnie komercyjne przeznaczone na wynajem (około 300 tys. lokali) oraz powierzchnie biurowe, przeznaczone dla instytucji publicznych, w tym głównie na potrzeby urzędów różnych szczebli. W zasobie gminnym pozostaje około 300 tys. lokali użytkowych, które mogłyby zostać wniesione do funduszu nieruchomości. Budynki, w których mieszczą się siedziby urzędów samorządowych i rządowych mogłyby przejść w zarząd funduszy, na podobnej zasadzie jak już znajdujące się w rękach Polskiego Holdingu Nieruchomości i wynajmowane przez podmioty publiczne.

W przypadku powierzchni hotelowych pierwszy krok w kierunku konsolidacji został już wykonany. W 2019 r. powstał Polski Holding Hotelowy sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (PHH) poprzez włączenie Gliwickiej Agencji Turystycznej S.A. z siedzibą w Szczyrku, Wojewódzkiego Przedsiębiorstwa Usług Turystycznych Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach, Hoteli Olsztyn Sp. z o.o. z siedzibą w Olsztynie, AMW Hotele Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. Poza strukturami Polskiego Holdingu Hotelowego znalazły się między innymi spółki hotelowe Polskiej Grupy Energetycznej (Elbest Hotels), Polskiego Górnictwa Naftowego i Gazownictwa (Geovita), Państwowej Grupy Górniczej (Nadwiślańska Agencja Turystyczna), Polskich Kolei Państwowych (CS Natura Tour), KGHM Polska Miedź (Interferie). Grupa PHH posiada łącznie 28 obiektów hotelarskich, będąc drugą największą spółką tego typu w Polsce.

Formę REIT-ów mogłyby przyjąć również fundusze nieruchomości Polskiego Funduszu Rozwoju (Fundusz Mieszkań dla Rozwoju i Fundusz Mieszkań na Wynajem), Agencji Rozwoju Przemysłu (FIZAN Nieruchomości ARP), Ministra właściwego ds. gospodarki morskiej (Fundusz Rozwoju Spółek), a także aktywa wydzielone ze spółek górniczych, kolejowych, Poczty Polskiej itp. W nieruchomościach znajduje się największy nieproduktywny majątek publiczny, a wniesienie go do funduszy typu REIT przyczyniłoby się do racjonalizacji jego wykorzystania, generując korzyści dla oszczędzających.

T.K.maxx
C&A
H&M
S+B
GRUPPE

NOVOTEL

Forum Prawo dla Rozwoju to nowoczesny think-tank, zrzeszający menedżerów i ekspertów branżowych. Celem Forum jest inicjowanie zmian w prawie, które służą interesowi Polski oraz dobru jej obywateli. Dążymy do sformułowania konstruktywnych i realistycznych rekomendacji z udziałem szerokiego grona interesariuszy. Docieramy do ośrodków decyzyjnych i środowisk pracujących dla rozwoju Polski z różnych regionów kraju oraz tradycji ideowych. #Law4Growth działa od 2014 r., organizując kongresy, warsztaty legislacyjne, publikując raporty, policy papers oraz mapy polskiej gospodarki i energetyki.

Naszą misją jest inicjowanie zmian, które służą dobru publicznemu.

Forum Prawo dla Rozwoju utrzymuje się m.in. z dobrowolnych wpłat od indywidualnych darczyńców. Dołącz do grona wspierających popularyzację dochodu pasywnego, ustawiając zlecenie przelewu dowolnej kwoty 25 zł, 50 zł lub 100 zł na rachunek Stowarzyszenia L4G: 25 1090 1304 0000 0001 1541 8778 lub przekazując darowiznę w systemie płatności PayU na: http://law4growth.com/wesprzyj-nas/

INFO@LAW4GROWTH.ORG

@LAW4GROWTH

WWW LAW4GROWTH.COM

Save&Invest obywatelski dochód pasywny

#Law4Growth

redakcja:
dr Konrad Hennig
zespół autorów:
Mateusz Ambrożek
Jeremi Borowiec
Konrad Hennig
Wojciech Piętak

Projekt i skład:
Karolina Najder-Lubarska

Wydawca: Stowarzyszenie L4G
Łódź, grudzień 2020 r.
ISSN 2719-7255

©copyright by Forum Prawo dla Rozwoju

biuro organizacyjne: info@law4growth.com, tel. 535 579 890

Działanie sfinansowane ze środków Programu Rozwoju Organizacji Obywatelskich na lata 2018-2030

Narodowy Instytut Wolności
Centrum Rozwoju Społeczeństwa Obywatelskiego

Program Rozwoju Organizacji Obywatelskich na lata 2018–2030
PROO

#Law4Growth

FORUM
LAW FOR
GROWTH

www.law4growth.com