Grzegorz BOROWSKI

PERSPEKTYWY ROZWOJU W POLSCE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH LOKUJĄCYCH W NIERUCHOMOŚCI

Wprowadzenie

Słowo „fundusz" pochodzi od łacińskiego *fundus*, oznaczającego grunt, posiadłość i pierwotnie oznaczało kapitał, środki przeznaczone na jakiś cel. Niniejsze opracowanie stanowi próbę oceny perspektyw, jakie rysują się przed funduszami inwestycyjnymi typu otwartego, których przedmiotem lokat są nieruchomości.

W pierwszej części podjęto próbę zdefiniowania rynku nieruchomości w Polsce, wskazania jego zasadniczych cech i podstawowej ilustracji statystycznej, pozwalającej na ocenę jego wielkości wraz ze wskazaniem opisu charakteru podaży i popytu na rynku nieruchomości oraz z uwzględnieniem poszczególnych grup podmiotów kształtujących popyt na tym rynku. W drugiej części zaprezentowano niemiecki rynek funduszy nieruchomości, wskazując na ich silny rozwój i przyczyny tego zjawiska. W ostatniej natomiast przedstawione zostały aktualne uregulowania prawne, dotyczące instytucjonalnego inwestowania w nieruchomości oraz perspektywy rozwoju funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości.

1. Rynek nieruchomości w Polsce

1.1. Pojęcie rynku nieruchomości

Rynek jest podstawowym pojęciem ekonomicznym, które doczekało się znacznej liczby opracowań i definicji, pierwotnie oznaczającym miejsce zawierania umów kupna – sprzedaży towarów (techniczne ujęcie rynku). Spośród licznych definicji

pojęcia rynku przytoczyć warto następujące wskazujące, że rynek to: ogół poziomych powiązań podmiotów – uczestników wymiany[1], proces, za pomocą którego kupujący i sprzedający określają, co mają zamiar kupować i sprzedawać i na jakich warunkach[2], ogół stosunków wymiennych oraz warunków umożliwiających ich realizację[3].

Brak ogólnie przyjętej definicji rynku, a wyżej cytowane wskazują na pewne cechy tego pojęcia, trudnego do jednoznacznego ujęcia ze względu na jego abstrakcyjność.

Podobnie liczne są definicje, odnoszące się do rynku nieruchomości. Warto przytoczyć dwie z nich, wskazujące, że rynek nieruchomości to:

- suma wszystkich transakcji nieruchomościami w kraju[4],
- ogół warunków, w których odbywa się transfer praw do nieruchomości i zawierane są umowy, stwarzające wzajemne prawa i obowiązki, połączone z władaniem nieruchomościami[5].

Dla potrzeb niniejszego opracowania przyjęto, że rynek nieruchomości będzie sumą wszystkich transakcji, których przedmiotem są nieruchomości.

1.2. Cechy rynku nieruchomości

Podstawową cechą charakteryzującą rynek jest jego **wielkość** rozumiana jako suma wartości wszystkich transakcji kupna–sprzedaży danego towaru w określonej jednostce czasu i zawartych na określonym obszarze geograficznym[6].

Drugą zasadniczą cechą rynku nieruchomości jest **zakres** tego rynku. Przez to pojęcie należy rozumieć całkowitą liczbę transakcji kupna–sprzedaży nieruchomości dokonanych w określonym czasie i na określonym terytorium. Liczba transakcji pozwala na określenie między innymi maksymalnej liczby sprzedających i kupujących oraz liczby nieruchomości, będących przedmiotem obrotu. Biorąc pod uwagę obowiązujące przepisy prawa, nakazujące dokonywanie transakcji przeniesienia prawa własności nieruchomości wyłącznie w formie aktu notarialnego (art. 158 kodeksu

---

[1] *Systemy i mechanizmy*, red. S. Mynarski, Wydawnictwo AE, Kraków 1993, s. 8.

[2] D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, Wydawnictwo Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991, s. 47.

[3] *Elementy mikroekonomii*, red. Z. Dach, Wydawnictwo AE, Kraków 1993, s. 11.

[4] A. Pawlikowska-Piechotka, *Gospodarka nieruchomościami*, Polskie Centrum Budownictwa, Warszawa 1999, s. 68.

[5] E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 1997, s. 26.

[6] Charakterystyka rynku nieruchomości za: *Rynek nieruchomości w Polsce*, red. L. Kałkowski, Wydawnictwo Twigger, Warszawa 2003, s. 14 i n., oraz E. Kucharska-Stasiak, *Rynek nieruchomości – wybrane problemy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999, s. 11 i n.

cywilnego) liczbę transakcji można ustalić odnosząc się do liczby aktów notarialnych, które zawierały postanowienia dotyczące przeniesienia prawa własności nieruchomości zarówno odpłatnego (umowy sprzedaży i zamiany), jak i nieodpłatnego (darowizny). Dane przedstawia tabela 1, która jednak nie uwzględnia utrwalonej praktyki rynkowej, obecnej zwłaszcza na rynku nieruchomości komercyjnych i biurowych, polegającej na wnoszeniu całych nieruchomości aportem do utworzonych na gruncie prawa handlowego spółek celowych (SPV – Special Purpose Vehicles) i następnie dokonywaniu obrotu wyłącznie tytułami udziałowymi tych spółek.

Tabela 1

Liczba aktów notarialnych (stan na 31 grudnia)

Rok	Liczba aktów notarialnych dotyczących nieruchomości	Zmiana do roku poprzedniego (w %)	Czynności odpłatne	Zmiana do roku poprzedniego (w %)	Czynności nieodpłatne	Zmiana do roku poprzedniego (w %)
1990	446 043	-	220 618	-	225 425	-
1991	403 772	-9,48	206 370	-6,46	197 402	-12,43
1992	408 772	1,24	248 012	20,18	160 784	-18,55
1993	504 741	23,48	336 648	35,74	168 093	4,55
1994	612 973	21,44	422 999	25,65	189 974	13,02
1995	638 488	4,16	445 806	5,39	192 682	1,43
1996	646 001	1,18	450 727	1,10	195 274	1,35
1997	670 066	3,73	476 173	5,65	193 893	-0,71
1998	633 535	-5,45	453 232	-4,82	180 303	-7,01
1999	641 661	1,28	453 396	0,04	188 265	4,42
2000	586 281	-8,63	406 807	-10,28	179 474	-4,67
2001	561 755	-4,18	395 631	-2,75	166 124	-7,44

Ź r ó d ł o: Dane ze sprawozdań notarialnych Ministerstwa Sprawiedliwości, za: *Rynek nieruchomości w Polsce*, s. 106.

Z kategorią wielkości rynku nieruchomości łączy się pojęcie **pojemności** tego rynku, rozumianej jako wartość nieruchomości, jakie mogą zostać sprzedane w danym okresie, na danym obszarze, przy stałych cenach i innych parametrach transakcji. W warunkach rynku zrównoważonego jego pojemność tożsama jest z wielkością, a gdy podaż jest ograniczona, pojemność rynku jest sumą jego wielkości i niezaspokojonego popytu przy danych cenach.

Kolejnym pojęciem pozwalającym na jakościową analizę rynku nieruchomości jest jego **chłonność**. Przez to pojęcie należy rozumieć relację, jaka zachodzi pomię-

dzy popytem zaspokojonym (wielkością zawartych transakcji kupna–sprzedaży) a popytem niezaspokojonym.

Ostatnią cechą charakterystyczną rynku jest jego **potencjał**, definiowany jako maksymalna możliwa do przeprowadzenia liczba transakcji przy istniejących warunkach, lecz z pełnym zaangażowaniem sił popytu i podaży.

Oprócz wyżej wymienionych, rynek nieruchomości charakteryzuje się pewnymi odrębnościami, do których należy zaliczyć przede wszystkim jego **heterogeniczność**, tj. fakt, że przedmiotem obrotu są nieruchomości o unikatowych cechach fizycznych (położenie, otoczenie, sposób wykonania i wykończenia, dotychczasowy sposób użytkowania i in.) i różnym przeznaczeniu (mieszkaniowe, budowlane, magazynowe, biurowe, przemysłowe, handlowe).

Ponadto rynek nieruchomości charakteryzuje się **niewielką transparencją**, brak bowiem dla kupujących i sprzedających zarówno pełnej informacji o potencjalnych podmiotach transakcji oraz o dostępnych nieruchomościach, jak i informacji o warunkach i przedmiocie dokonanych już transakcji.

W konsekwencji braku przejrzystości oraz specyficznego rodzaju popytu na nieruchomości, zazwyczaj *stricte* związanego z zamiarem zaspokojenia osobistych potrzeb potencjalnego nabywcy i podaży nieruchomości, która jest wysoce nieelastyczna, rynek nieruchomości charakteryzuje się nieustannym niezrównoważeniem, zwłaszcza że uczestnicy rynku zachowują się w sposób nieracjonalny, a cena poszczególnych nieruchomości nie jest jedynym kryterium dokonywanego przez nich wyboru[7].

To niezrównoważenie ma tym silniejszy charakter, im bardziej rynek nieruchomości jest niedojrzały. W literaturze uznaje się za dojrzały taki rynek nieruchomości, który spełnia poniższe kryteria:

- dostępny jest pełen zakres produktów (rodzajów nieruchomości według przeznaczenia),
- jest elastyczny w krótkim i długim okresie,
- istnieją na nim liczne wysoce wyspecjalizowane podmioty, zajmujące się świadczeniem usług związanych z nieruchomościami,
- istnieje przepływ informacji o rynku (oferta, zawarte transakcje) i rozwinięta działalność badawcza,
- rynek ma charakter otwarty w ujęciu przestrzennym, funkcjonalnym i sektorowym,
- istnieją wypracowane standardy praktyki rynkowej[8].

[7] E. Kucharska-Stasiak, *Podstawy wyceny nieruchomości na potrzeby zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy*, Bank i Kredyt 1997, nr 4, s. 107.

[8] G. Keogh, E. D'Arcy, *Market Maturity and Property Market Behaviour: A European Comaprison of Mature and Emergent Markets*, Journal of Property Research 1994, no. 11, s. 215.

1.3. Podaż na rynku nieruchomości

Pojęcie nieruchomości nie budzi kontrowersji. Zgodnie z art. 46 § 1 kodeksu cywilnego[9] nieruchomościami są części powierzchni ziemskiej, stanowiące odrębny przedmiot własności (grunty), a także budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności.

Z powyższego wynika jednoznacznie, że liczba nieruchomości w Polsce jest w przybliżeniu równa sumie ilości nieruchomości gruntowych (w tym nieruchomości rolnych), budynkowych i wyodrębnionych nieruchomości lokalowych na podstawie ustawy o własności lokali[10] i może ulec zwiększeniu praktycznie wyłącznie wskutek zaistnienia następujących zdarzeń:

- budowy i wyodrębnieniu nowej nieruchomości budynkowej,
- podziału nieruchomości gruntowej,
- wyodrębnieniu nieruchomości lokalowej.

Biorąc pod uwagę z jednej strony długość cyklu inwestycyjnego przy budowie nieruchomości budynkowych, z drugiej zaś obowiązujące regulacje prawne (na przykład art. 7 ust. 2 ustawy o własności lokali) uzależniające powstanie prawa własności nieruchomości od założenia księgi wieczystej i dokonania w niej odpowiedniego wpisu oraz niewydolność sądów wieczystoksięgowych, należy stwierdzić, że podaż nieruchomości charakteryzuje się sztywnością w krótkim okresie, a w długim należy uznać ją za mało elastyczną.

2. Popyt na polskim rynku nieruchomości

Opis podmiotów zapewniających popyt na rynku nieruchomości należy poprzedzić kilkoma uwagami wstępnymi. Po pierwsze, zasadne jest pytanie, dlaczego rozpatrywanie czynników popytu należy ograniczyć wyłącznie do nieruchomości położonych w Polsce. Po drugie, warto zastanowić się, jakiego rodzaju popyt pojawia się na rynku nieruchomości.

Ustosunkowując się do pierwszej wątpliwości, należy zauważyć, że popyt na rynku nieruchomości w zasadzie nie ma charakteru ponadgranicznego. Istnieją co prawda wyspecjalizowane podmioty (najczęściej fundusze *venture capital*), które inwestują w określonym regionie geograficznym, ale dzieje się tak, ponieważ z punktu widzenia zarządzających tymi podmiotami rynki krajowe składające się na rynek regionalny mają na tyle jednorodny charakter, że traktowane są łącznie,

[9] Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku – Kodeks cywilny (Dz.U. nr 16, poz. 93 ze zm.).

[10] Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 roku o własności lokali (t.j. Dz.U. z 2000 r. nr 80, poz. 903 ze zm.).

ale generalnie popyt skupia się na nieruchomościach krajowych[11]. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest prawdopodobieństwo napotkania różnorakich kosztów (na przykład podwójne opodatkowanie dochodów płynących z nieruchomości – na poziomie państwa położenia nieruchomości oraz na poziomie państwa siedziby inwestora) lub specyficznych barier (na przykład ograniczenia nabywania nieruchomości przez podmioty zagraniczne[12]). Innymi przyczynami takiego stanu rzeczy jest niechęć inwestorów do podejmowania ryzyka walutowego, związanego z inwestycjami w nieruchomości oraz nieznajomość struktury i zwyczajów panujących na lokalnym rynku[13].

Druga wątpliwość dotyczy rodzaju popytu, jaki pojawia się na rynku nieruchomości. Generalnie można podzielić podmioty kształtujące popyt na dwie grupy: podmioty poszukujące nieruchomości celem zaspokojenia swoich własnych potrzeb konsumpcyjnych (osoby fizyczne poszukujące mieszkań, osoby prawne poszukujące nieruchomości komercyjnych na własne potrzeby, developerzy poszukujący działek budowlanych etc.). Do drugiej grupy należą podmioty, które traktują nieruchomości jako lokatę kapitału. Z punktu widzenia przedmiotu niniejszego opracowania istotna jest wyłącznie charakterystyka tej drugiej grupy.

2.1. Popyt inwestycyjny inwestorów indywidualnych

Rozpatrując potencjalny popyt generowany przez inwestorów indywidualnych, należy rozważyć dwie zasadnicze kwestie: posiadane przez nich nadwyżki środków pieniężnych oraz preferencje inwestorów związane z ich lokowaniem, w tym w szczególności preferencje dotyczące lokowania w nieruchomości za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

W ostatnich latach daje się zauważyć słabnięcie skłonności Polaków do oszczędzania oraz jednoczesną zmianę preferencji w tym zakresie, polegającą na stopniowej migracji oszczędności z lokat bankowych do innych typów instrumentów, w szczególności do funduszy inwestycyjnych. Przyczyny tego procesu są złożone, a składają się na nie słabnące tempo wzrostu gospodarczego, spadająca inflacja powodująca spadek stóp procentowych i w konsekwencji spadek oferowanego przez banki oprocentowania depozytów, wreszcie przesuwanie części oszczędności – w związku z brakiem możliwości ich korzystnego ulokowania w ocenie inwestora – na potrzeby konsumpcyjne. Wielkość oszczędności lud-

[11] Szerzej: E. D'Arcy, S. Lee, *A Real Estate Portfolio Strategy for Europe: A Review of Options*, Journal of Real Estate Portfolio Management 1998, no. 2, s. 113.

[12] Por. restrykcje zawarte w ustawie z dnia 24 marca 1920 roku o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców (t.j. Dz.U. z 1996 r. nr 54, poz. 245 ze zm.).

[13] Szerzej: E. Worzala, *Overseas Property Investments: How they are Perceived by the Institutional Investor?* Journal of Property Valuation and Investment 1994, no. 12, s. 31.

ności wraz z szacunkowym udziałem[14] w nich lokat w fundusze inwestycyjne prezentuje tabela 2.

Tabela 2

Oszczędności gospodarstw domowych według stanu na 31grudnia (w mld zł)

	1998	1999	2000	2001	2002
Oszczędności ogółem	161,3	187,2	231,1	252,2	264,3
Aktywa funduszy inwestycyjnych	1,788	2,92	6,578	11,863	22,293
Udział funduszy inwestycyjnych (w %)	0,90	1,25	2,28	3,78	6,74

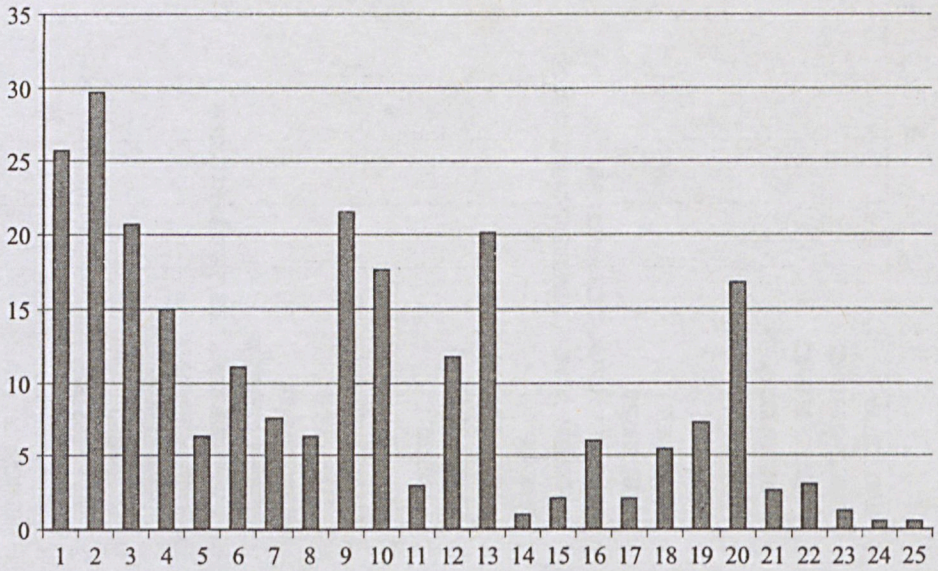
Źródło: Dane: GUS, NBP, MF, szacunki własne (przyjmując, że udział inwestorów indywidualnych w aktywach funduszy wynosi 80%).

Drugą kwestią istotną z punktu widzenia przyszłości funduszy lokujących w nieruchomości jest skłonność inwestorów do lokowania nadwyżek finansowych w poszczególnych typach instrumentów. Rodzaje aktualnie posiadanych inwestycji przez inwestorów indywidualnych prezentuje rysunek 1.

Dane przedstawione na rysunku 1 potwierdzają, że zdecydowana większość inwestorów preferuje lokaty bankowe jako sposób oszczędzania. W odniesieniu do inwestycji w nieruchomości – najbardziej popularnym typem inwestowania w nieruchomości jest zakup mieszkań lub domów z przeznaczeniem na wynajem (czyni tak 16,8% respondentów). Inwestowanie w nieruchomości o przeznaczeniu handlowym, biurowym, magazynowym cieszy się zdecydowanie niższą popularnością. Inwestuje tak odpowiednio: 3,1, 2,6 i 1,3% respondentów. Znikomą popularnością, mieszczącą się w granicach błędu, cieszą się inwestycje w hotele i pensjonaty (0,5%) oraz inwestycje infrastrukturalne (0,5%).

Przyczyną takiego stanu rzeczy jest – zdaniem autora – wysoka bariera wejścia na rynek nieruchomości komercyjnych, zdecydowanie wyższa niż w przypadku nieruchomości mieszkalnych z przeznaczeniem na wynajem, której zdecydowana większość respondentów nie jest w stanie pokonać samodzielnie, z powodu braku środków własnych oraz wystarczającej zdolności kredytowej.

[14] Dane uwzględniają fakt, że część aktywów funduszy inwestycyjnych pochodzi z wpłat inwestorów instytucjonalnych. Autor szacuje udział inwestorów instytucjonalnych w aktywach funduszy na około 20%.

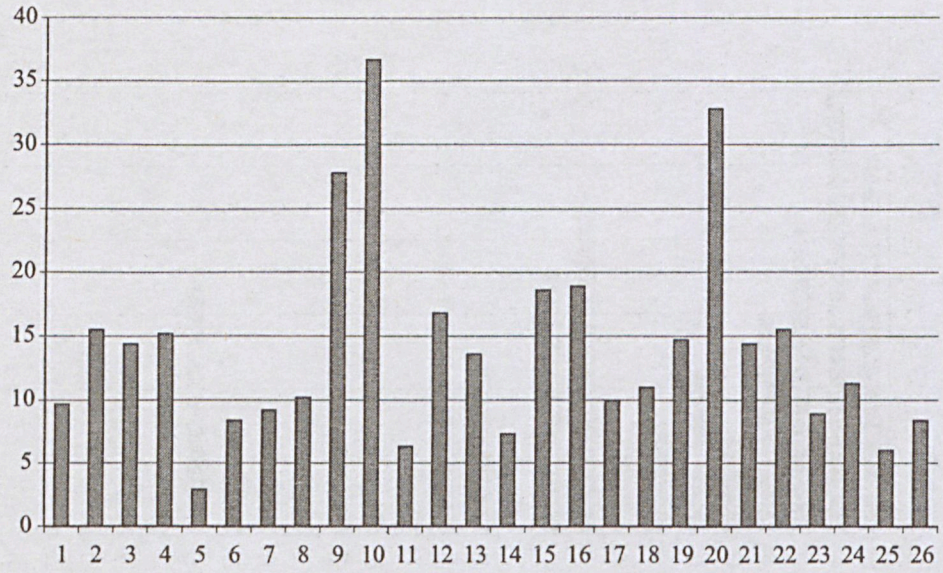


1 - lokaty w PLN do 6 miesięcy
2 - lokaty w PLN 6-12 miesięcy
3 - lokaty w PLN 12-36 miesięcy
4 - lokaty w PLN powyżej 36 miesięcy
5 - lokaty inne niż w PLN do 6 miesięcy
6 - lokaty inne niż w PLN 6-12 miesięcy
7 - lokaty inne niż w PLN 12-36 miesięcy
8 - lokaty inne niż w PLN powyżej 36 miesięcy
9 - akcje spółek notowanych na giełdzie
10 - obligacje Skarbu Państwa
11 - inne obligacje
12 - jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych
13 - ubezpieczenia z funduszem inwestycyjnym
14 - kruszce
15 - dzieła sztuki
16 - działki pod budownictwo mieszkaniowe
17 - działki pod aktywność gospodarczą
18 - grunty rolne
19 - grunty rekreacyjne
20 - mieszkania/domy na wynajem
21 - nieruchomości komercyjne – biurowe
22 - nieruchomości komercyjne – handlowe
23 - nieruchomości komercyjne – magazynowe
24 - hotele/pensjonaty
25 - nieruchomości infrastrukturalne – parkingi

Rys. 1. Sposoby inwestowania inwestorów indywidualnych (w %)

Źródło: Dane pochodzą z badania wywiadowego przeprowadzonego na 1000-osobowej losowo wybranej grupie respondentów, będących klientami banków, przez Instytut Badania Opinii i Rynku PENTOR Sp. z o.o. w marcu 2003 roku. Dane zostały udostępnione przez BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna

Z punktu widzenia problematyki podejmowanej w opracowaniu istotna jest ponadto informacja, dotycząca aktualnego poziomu inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych. Posiadanie tego typu instrumentów zadeklarowało 11,8% respondentów.



1 - lokaty w PLN do 6 miesięcy
2 - lokaty w PLN 6-12 miesięcy
3 - lokaty w PLN 12-36 miesięcy
4 - lokaty w PLN powyżej 36 miesięcy
5 - lokaty inne niż w PLN do 6 miesięcy
6 - lokaty inne niż w PLN 6-12 miesięcy
7 - lokaty inne niż w PLN 12-36 miesięcy
8 - lokaty inne niż w PLN powyżej 36 miesięcy
9 - akcje spółek notowanych na giełdzie
10 - obligacje Skarbu Państwa
11 - inne obligacje
12 - jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych
13 - ubezpieczenia z funduszem inwestycyjnym
14 - kruszce
15 - dzieła sztuki
16 - działki pod budownictwo mieszkaniowe
17 - działki pod aktywność gospodarczą
18 - grunty rolne
19 - grunty rekreacyjne
20 - mieszkania/domy na wynajem
21 - nieruchomości komercyjne – biurowe
22 - nieruchomości komercyjne – handlowe
23 - nieruchomości komercyjne – magazynowe
24 - hotele/pensjonaty
25 - nieruchomości infrastrukturalne – parkingi
26 - nieruchomości infrastrukturalne – drogi

Rys. 2. Preferencje inwestorów indywidualnych (w %)

Źródło: Dane pochodzą z badania wywiadowego przeprowadzonego na 1000-osobowej losowo wybranej grupie respondentów, będących klientami banków przez Instytut Badania Opinii i Rynku PENTOR Sp. z o.o. w marcu 2003 roku. Dane zostały udostępnione przez BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna

Należy wszakże zwrócić uwagę, że nieruchomości będące w posiadaniu inwestorów indywidualnych w pierwszej kolejności umożliwiają zaspokojenie podstawowych potrzeb konsumpcyjnych oraz gospodarczych (nieruchomości użytkowe służące do prowadzenia w nich działalności gospodarczej), dopiero w dalszej ko-

lejności nieruchomości są lokatą kapitału. Lokata taka charakteryzuje się wysokim poziomem bezpieczeństwa: stanowi zabezpieczenie przed zmianami koniunktury gospodarczej, nie można jej utracić, może być również źródłem dodatkowych przychodów z tytułu najmu[15].

Rozważając wpływ inwestorów indywidualnych na kształtowanie się popytu na rynku nieruchomości, należy odpowiedzieć na pytanie, jakie są zamiary inwestycyjne inwestorów indywidualnych. Pomocne w tym będą dane zawarte na rysunku 2. Przedstawia on wyniki badania przeprowadzonego za pomocą bezpośrednich wywiadów, w trakcie których zadano respondentom pytanie o instrumenty, które wybraliby, gdyby dysponowali znacznymi środkami, na tyle znacznymi, że nie byłyby one barierą do inwestowania w określone instrumenty finansowe (jakie instrumenty finansowe respondenci uważali za najbardziej atrakcyjne z ich punktu widzenia).

Z rezultatów przeprowadzonych badań wynika jednoznacznie, że z punktu widzenia respondentów za najbardziej atrakcyjne instrumenty zostały uznane te, które charakteryzują się najwyższym poziomem bezpieczeństwa (obligacje skarbowe – 36,7% odpowiedzi pozytywnych, i nieruchomości z przeznaczeniem na wynajem – 32,8%).

Znacznym zainteresowaniem respondentów cieszą się inwestycje w inne nieruchomości: działki budowlane pod budownictwo mieszkaniowe – 18,9%, nieruchomości komercyjne – handlowe – 15,5%, nieruchomości komercyjne – biurowe – 14,4%, hotele i pensjonaty – 11,8%. Zaskakująco wysokie zainteresowanie budzą także inwestycje infrastrukturalne (drogi, mosty). Takimi inwestycjami zainteresowanie wyraziło 8,4% respondentów.

2.2. Popyt inwestycyjny inwestorów instytucjonalnych

Inwestycyjny popyt instytucjonalny może być – w opinii autora – kształtowany przez trzy zasadnicze grupy podmiotów:

- fundusze inwestycyjne inwestujące pośrednio lub bezpośrednio w nieruchomości,
- fundusze emerytalne,
- zakłady ubezpieczeń.

Pozostali inwestorzy instytucjonalni (banki, przedsiębiorstwa) – według autora – nie posiadają wystarczającej wiedzy o rynku, by działać na nim samodzielnie i będą działać na nim za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Obecne uregulowania prawne dotyczące polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych także umożliwiają im wyłącznie pośrednie inwestowanie w nieruchomości.

[15] *Rynek nieruchomości w Polsce*, s. 19.

2.3. Popyt inwestycyjny funduszy inwestycyjnych

Próby utworzenia polskiego publicznego funduszu inwestycyjnego, lokującego w nieruchomości, były podejmowane od 2002 roku. Nieudanej próby utworzenia funduszu podjęło się w 2002 roku Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., które zamierzało utworzyć Skarbiec Nieruchomości I SFIZ. Subskrypcja od 300 000 do 1 500 000 certyfikatów serii A o wartości nominalnej 100 zł każdy, która odbyła się pomiędzy 12 lutego a 7 marca 2002 roku zakończyła się niepowodzeniem wskutek braku zapisów na minimalną wartość emisji (30 mln zł). Przyczyną niepowodzenia oferty była prawdopodobnie wysoce ryzykowna polityka inwestycyjna, zakładająca lokowanie aktywów funduszu przede wszystkim w nieruchomości gruntowe o przeznaczeniu budowlanym oraz w grunty rolne pod warunkiem, że w trakcie działalności funduszu zostaną one przekształcone w grunty o przeznaczeniu budowlanym[16] oraz brak środków na rynku związany z masową ucieczką inwestorów w listopadzie 2001 roku przed „podatkiem Belki".

Mimo niepowodzenia funduszu Skarbca, tworzenie funduszy nieruchomości nadal pozostaje w kręgu zainteresowania polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych. O utworzeniu własnych funduszy tego typu myślą Warta TFI S.A., DWS TFI S.A. oraz BZ WBK AIB TFI S.A. Pomiędzy 18 listopada a 11 grudnia 2003 roku odbyła się subskrypcja od 160 000 do 400 000 certyfikatów pierwszej emisji CA IB Sektora Nieruchomości FIZ. Fundusz ten miał o tyle ciekawą konstrukcję, że zakładał inwestowanie wyłącznie w udziały w spółkach celowych, posiadających nieruchomości, akcje takich spółek (łącznie nie mniej niż 25% aktywów) oraz dłużne papiery wartościowe emitowane przez takie spółki[17]. Fundusz ten, będący funduszem inwestycyjnym zamkniętym, nie mógł – zgodnie z ustawą o funduszach – inwestować pozyskanych aktywów bezpośrednio w nieruchomości. Niestety również i subskrypcja certyfikatów tego funduszu nie zakończyła się sukcesem – w jej trakcie zebrano zapisy, opiewające na niespełna połowę minimalnej liczby oferowanych certyfikatów. Prawdopodobną przyczyną niepowodzenia oferty był brak zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy emerytalnych oraz rozczarowanie inwestorów indywidualnych stopami zwrotu uzyskanymi przez antypodatkowe fundusze inwestycyjne utworzone jesienią 2002 roku.

Pierwszym polskim funduszem nieruchomości był uruchomiony w lipcu 2004 roku fundusz Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości SFIZ, utworzony przez BZ WBK AIB TFI S.A. Fundusz ten w trakcie subskrypcji, która odbyła się

[16] Artykuł 24 ust. 5 Statutu Funduszu w: Prospekt Emisyjny Skarbiec Nieruchomości I Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego, s. 46.

[17] Zgodnie z art. 21 Statutu Funduszu zamieszczonym w Prospekcie Emisyjnym Certyfikatów Inwestycyjnych CA IB Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Sektora Nieruchomości.

w maju 2004 roku pozyskał środki w łącznej wysokości 339,5 mln zł, sprzedając inwestorom wszystkie oferowane certyfikaty inwestycyjne. Kolejnym funduszem lokującym w nieruchomości był utworzony w październiku 2004 roku Skarbiec Rynku Nieruchomości FIZ, do którego udało się pozyskać 87 mln zł.

Na polskim rynku od kilku lat obecne są już zagraniczne fundusze nieruchomości typu private equity. Pierwszym z nich był utworzony w czerwcu 1999 roku Central European Retail Property Fund z kapitałem założycielskim w wysokości 120 mln USD. Udziałowcami funduszu są: Lehman Brothers (bank inwestycyjny), Bouygues (francuski koncern), Jones Long LaSalle (agencja nieruchomości) oraz Ivanhoe (kanadyjska spółka zarządzająca centrami handlowymi w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie). Fundusz zamierzał budować kompleksy handlowe w Polsce, Czechach i na Węgrzech.

W październiku 2002 roku otworzył swoje biuro w Warszawie Europolis Invest austriacki fundusz nieruchomości typu private equity dysponujący obecnie środkami w wysokości 300 mln euro. Udziałowcami tego funduszu były Investkredit Bank AG (65%) i Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (35%). Przedmiotem zainteresowania funduszu są nieruchomości komercyjne, położone w państwach Europy Środkowej, w które zamierza do 2006 roku zainwestować do 1 mln euro.

W grudniu 2002 roku utworzony został Heitman Central European Property Partners II, zarządzający 175 mln USD. Wiodącymi inwestorami tego funduszu są ABP (drugi pod względem wielkości aktywów fundusz emerytalny na świecie), Immofinanz (największa austriacka spółka publiczna) oraz Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Aktywa tego funduszu są inwestowane w państwach, które wstąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 roku. Pierwszy fundusz Heitman CE Property Partners utworzony w IV kwartale 2000 roku, który zebrał 135 mln USD, do końca 2002 roku nabył w Polsce, Czechach i na Węgrzech ponad dwadzieścia nieruchomości za łączną kwotę 600 mln USD.

Pod koniec września 2003 roku rozpoczął działalność zamknięty fundusz Polonia Property Fund, utworzony przez irlandzką grupę bankową, Allied Irish Banks plc. Zamierza on inwestować na rynkach rozwijających się: w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Od irlandzkich inwestorów zgromadził dotąd 300 mln euro i planuje, że 80% tych środków ma zostać zainwestowanych w polskie nieruchomości. Do innych najważniejszych funduszy private equity inwestujących na polskim rynku należą: EDE Poland Management Sp. z o.o., Deutsche Bank Real Estate AG i Rodamco Europe.

Oprócz funduszy private equity na rynku polskim zaczynają inwestować również zagraniczne publiczne fundusze inwestycyjne. Przykładem takiego funduszu nieruchomości inwestującego na określonym terytorium jest niemiecki Zentral Europa Immobilien Fond zarządzany przez HypoVereinsbank AG.

2.4. Popyt inwestycyjny funduszy emerytalnych

Na koniec listopada 2003 roku 16 istniejących na rynku polskich otwartych funduszy emerytalnych (OFE) zarządzało łącznie kwotą 41,972 mld zł[18]. Zamierzając ocenić popyt, który może być wygenerowany przez tych inwestorów w stosunku do rynku nieruchomości należy odwołać się do ograniczeń w prowadzonej przez OFE polityce inwestycyjnej zawartych w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (dalej: ustawa o OFE)[19].

Zgodnie z art. 141 obowiązującym na dzień 6 grudnia 2003 roku OFE mogą lokować aktywa między innymi w: certyfikatach funduszy inwestycyjnych zamkniętych, obligacjach emitowanych przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem i które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu, listach zastawnych dopuszczonych do publicznego obrotu oraz jednostkach uczestnictwa zbywanych przez fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO). Otwarte Fudusze Emerytalne mogą inwestować wyłącznie w jednostki uczestnictwa takich FIO i SFIO, które dokonują lokat w instrumenty dozwolone ustawą o OFE z zachowaniem określonych w niej limitów.

W aktualnym stanie prawnym OFE nie mogą samodzielnie podejmować bezpośrednich inwestycji w nieruchomości, a jedynym sposobem inwestowania przez OFE w nieruchomości są inwestycje pośrednie: w instrumenty dłużne emitowane przez podmioty sektora nieruchomości, listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu i fundusze inwestycyjne zamknięte, których polityka inwestycyjna zakłada pośrednie inwestowanie w nieruchomości.

Uznając stan opisany powyżej za niepozwalający uczestnikom OFE partycypować w dochodach płynących z nieruchomości oraz zamierzając zapewnić OFE możliwość dywersyfikowania ryzyka inwestycyjnego poprzez umożliwienie inwestowania w nieruchomości jako instrument charakteryzujący się znacznym bezpieczeństwem, w dniu 27 sierpnia 2003 roku przyjęto ustawę nowelizującą ustawę o OFE[20]. Zmiana ustawy o OFE weszła w życie z dniem 1 stycznia 2004 roku i umożliwiła OFE następujące sposoby inwestowania w nieruchomości:

- inwestycje w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ), specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte (SFIZ) oraz fundusze inwestycyjne mieszane (FIM),
- inwestycje w obligacje przychodowe,

[18] Dane za Komisją Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, www.knuife.gov.pl.

[19] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. nr 139, poz. 934 ze zm.).

[20] Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 roku o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. nr 170, poz. 1651).

– inwestycje w obligacje i inne dłużne papiery wartościowe niedopuszczone do publicznego obrotu, jeżeli zostały one zabezpieczone w wysokości odpowiadającej wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem.

Pomimo fundamentalnej zmiany polegającej na umożliwieniu OFE inwestowania aktywów w certyfikaty inwestycyjne SFIZ, które mogą bezpośrednio lokować w nieruchomości utrzymano ograniczenie polegające na niemożności inwestowania aktywów OFE w jednostki funduszy inwestycyjnych otwartych, które nie przestrzegają limitów i ograniczeń inwestycyjnych wyznaczonych dla OFE.

Zgodnie z art. 142 ust. 2 pkt 3) ustawy o OFE, OFE mogą ulokować nie więcej niż 2% wartości aktywów w certyfikatach inwestycyjnych, wyemitowanych przez jeden FIZ, SFIZ oraz FIM. Łączna wartość lokat w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez FIM, FIZ oraz SFIZ nie może być wyższa niż 10% aktywów, przy czym w funduszach zamkniętych OFE nie może ulokować więcej niż 5% aktywów[21]. Co prawda akt wykonawczy do art. 142 ustawy o OFE nie uwzględnia zmian mających wejść w życie od 1 stycznia 2004 roku, jednak – według wiedzy autora – nie należy spodziewać się liberalizacji powyższych limitów.

Biorąc pod uwagę powyższe ograniczenia inwestycyjne oraz obecne aktywa OFE, można przyjąć, że OFE maksymalnie mogą zainwestować w FIZ inwestujące pośrednio w nieruchomości oraz SFIZ inwestujące w nieruchomości bezpośrednio nawet do 2,1 mld zł. Przyjmując również, że średni miesięczny przypis nowych składek wynosi około 750 mln zł, można przyjąć, że rocznie OFE będą maksymalnie mogły inwestować w fundusze inwestycyjne lokujące w nieruchomości około 450 mln zł[22].

2.5. Popyt inwestycyjny zakładów ubezpieczeń

Podstawą prawną działalności zakładów ubezpieczeń jest ustawa o działalności ubezpieczeniowej[23] – warunki, zasady podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie ubezpieczeń majątkowych i osobowych.

Ustawa ta określa zasady prowadzonej przez zakłady ubezpieczeń polityki inwestycyjnej nakazując zakładom ubezpieczeń lokowanie swoich środków w taki sposób, aby uwzględniając rodzaj i strukturę prowadzonych ubezpieczeń osiągały

[21] Zgodnie z § 1 pkt 6) Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 roku w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. nr 63, poz. 407 ze zm.).

[22] Dane o składkach i aktywach OFE za Komisją Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

[23] Ustawa z dnia 28 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej (t.j. Dz.U. z 1996 r. nr 11, poz. 62 ze zm.).

jak największy stopień bezpieczeństwa i rentowności przy jednoczesnym zachowaniu płynności środków.

Środki zakładów ubezpieczeń mogą być m.in. inwestowane w nieruchomości (art. 63 ust. 5 pkt 13 ustawy), z wyłączeniem nieruchomości rolnych i nieruchomości wykorzystywanych na własne potrzeby oraz w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych (art. 63 ust. 5 pkt 5 ustawy).

Wielkość lokat zakładów ubezpieczeń oraz udział w tych lokatach bezpośrednich lokat w nieruchomości zawiera tabela 3.

Należy zwrócić uwagę na spadający udział lokat w nieruchomości w lokatach ogółem, przy jednoczesnym wzroście wartości inwestycji bezpośrednich w nieruchomości. Taki stan rzeczy może wynikać z obawy zakładów ubezpieczeń co do płynności tego typu lokat, niechęci do budowania specjalistycznych zespołów zajmujących się badaniem, inwestycjami i zarządzaniem nieruchomościami oraz braku instrumentów pozwalających na zlecenie wyżej wymienionych zadań podmiotom zewnętrznym.

Tabela 3

Lokaty zakładów ubezpieczeń i udział w nich lokat w nieruchomości (stan na 31 grudnia – dane w tys. zł)

Rok	Lokaty zakładów ubezpieczeń ogółem	Dynamika lokat (w %, rok poprzedni =100%)	Lokaty zakładów ubezpieczeń w nieruchomości	Dynamika lokat w nieruchomości (w %, rok poprzedni=100%)	Udział lokat w nieruchomości w lokatach ogółem (w %)
1991	458 557,314	-	25 953,797	-	5,66
1992	722 533,320	57,57	33 971,831	30,89	4,70
1993	1 394 875,650	93,05	56 242,495	65,56	4,03
1994	2 502 308,417	79,39	101 243,980	80,01	4,05
1995	3 866 270,618	54,51	217 776,841	115,10	5,63
1996	6 402 441,226	65,60	282 829,341	29,87	4,42
1997	10 518 643,126	64,29	368 156,316	30,17	3,50
1998	16 354 912,141	55,48	583 156,316	58,40	3,57
1999	23 132 942,035	41,44	651 018,904	11,64	2,81
2000	30 723 922,255	32,81	765 816,735	17,63	2,49
2001	38 553 581,295	25,48	888 182,061	15,98	2,30

Źródło: Raporty roczne Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

3. Fundusze inwestycyjne lokujące w nieruchomości

3.1. Próba zdefiniowania pojęcia

W państwach o rozwiniętym rynku kapitałowym przyjmuje się, że decydującym kryterium pozwalającym na zakwalifikowanie danej instytucji wspólnego inwestowania do kategorii lokujących w nieruchomości jest ulokowanie bezpośrednio lub pośrednio w nieruchomościach co najmniej 80% aktywów funduszu[24]. Za inwestowanie bezpośrednio w nieruchomości należy przyjmować sytuację, gdy fundusz nabywa prawa własności nieruchomości, za lokowanie bezpośrednie zaś przede wszystkim inwestycje w papiery udziałowe spółek celowych, których aktywa stanowi zazwyczaj jedna nieruchomość, a obrót tą nieruchomością dokonywany jest poprzez przeniesienie własności papierów udziałowych spółki. Przez pojęcie inwestowania pośredniego w nieruchomości można również rozumieć dwie inne kategorie lokat. Po pierwsze, inwestycje w papiery wartościowe związane z zabezpieczeniem prawami na nieruchomościach. Po drugie, papiery wartościowe emitowane przez podmioty powiązane z sektorem nieruchomości.

Do pierwszej kategorii należy zaliczyć listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne na podstawie art. 12 pkt 4 ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych[25] oraz obligacje zabezpieczone hipotecznie emitowane na podstawie art. 5 ust. 1 pkt 9 ustawy o obligacjach[26]. Wydaje się, że – choć może być to dyskusyjne – ze względu na odmienny charakter od listów zastawnych, w szczególności zabezpieczenie na wierzytelnościach kwalifikowanych podmiotów, takiego charakteru nie mają publiczne listy zastawne.

Do drugiej kategorii papierów wartościowych należy zaliczyć papiery udziałowe, emitowane przez przedsiębiorstwa związane z sektorem nieruchomości, na przykład akcje developerów czy podmiotów, których przedmiotem działalności jest zarządzanie nieruchomościami. Kryterium decydującym o zalicze-

[24] Kryterium przyjęte na przykład przez Investment Management Association (IMA) oraz Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs- Geschellschaften e. V.(BVI) – organizacje skupiające (odpowiednio) angielskie i niemieckie instytucje zbiorowego inwestowania. Porównaj także definicję amerykańskiego Real Estate Investment Trust zawartą w Real Estate Investment Act 1960 oraz wprowadzony na mocy Rule 35d – 1 wydanej na podstawie The Investment Company Act 1940 zakaz wprowadzającego w błąd oznaczenia, tj. zgodnie z cytowanym powyżej zapisem, by instytucja zbiorowego inwestowania mogła w Stanach Zjednoczonych posługiwać się nazwą sugerującą inwestowanie w nieruchomości, jej polityka inwestycyjna musi nakazywać lokowanie nie mniej niż 80% aktywów w nieruchomości.

[25] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. nr 140, poz. 940 z późn. zm.).

[26] Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach (Dz.U. z 2001 r. nr 120, poz. 1300 ze zm.).

niu danego podmiotu do „sektora nieruchomości" wydaje się osiąganie ponad połowy przychodów z tego sektora oraz ekonomiczna zależność od koniunktury w tym sektorze. Zaliczyć do tej kategorii instrumentów należy także dłużne papiery wartościowe, w tym *commercial papers*, pozwalające na finansowanie przedsięwzięć na rynku nieruchomości. W konsekwencji do tej kategorii należeć też będą instrumenty pochodne, dla których instrumentem bazowym będzie jeden lub kilka wyżej wymienionych papierów wartościowych. Przykładem powyższych instrumentów pochodnych jest **zabezpieczona obligacja hipoteczna** (CMO – *collaterized mortgage obligation*), dzięki której kredyty hipoteczne będące jej podstawą, przekształcone są w papiery wartościowe o różnych terminach zapadalności[27].

3.2. Fundusze lokujące w nieruchomości na przykładzie rynku niemieckiego

Otwarte fundusze nieruchomości cieszą się znaczącą popularnością w Niemczech. Podstawą ich działalności jest ustawa o spółkach lokat kapitałowych z 1957 roku[28], po jej nowelizacji poszerzającej regulacje o możliwość tworzenia funduszy nieruchomości (w roku 1969). Ustawa reguluje tworzenie i funkcjonowanie instytucji wspólnego inwestowania typu otwartego, które mogą przyjmować jedną z czterech dopuszczalnych strategii inwestycyjnych między innymi inwestycje w nierchomości oraz jedną z dwóch dopuszczalnych form prawnych: funduszu otwartego (Offene Immobilienfond) albo specjalistycznego funduszu otwartego (Specialfond). Ponieważ jednak zgodnie z § 1 (2) KAGG uczestnikami Specialfonds mogą być wyłącznie osoby prawne (nie więcej niż 10 podmiotów), a zbywanie ich tytułów uczestnictwa *(anteilscheine)* odbywa się wyłącznie za zgodą spółki zarządzającej – zostaną one pominięte w niniejszym opracowaniu.

Offene Immobilienfonds mogą inwestować aktywa w nieruchomości komercyjne i mieszkalne oraz – pod pewnymi warunkami – w nieruchomości gruntowe (§ 27 KAGG). W ciągu czterech lat od rozpoczęcia działalności portfel inwestycyjny funduszu musi być odpowiednio zdywersyfikowany, tj. w jego skład powinno wchodzić co najmniej 10 nieruchomości, z których każda powinna stanowić nie więcej niż 15% wartości aktywów funduszu, z zastrzeżeniem, że nieruchomości, których wartość przekracza 10% aktywów funduszu, nie mogą łącznie stanowić więcej niż połowę aktywów funduszu (§ 28 KAGG). Celem zachowania płynności fundusz ma obowiązek utrzymywać co najmniej 5% swoich aktywów na loka-

[27] W. Planeta, *Wybrane instrumenty finansowe rynku nieruchomości,* Bank i Kredyt 2002, nr 7, s. 37.

[28] Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (dalej: KAGG) z 19 kwietnia 1957 roku (t.j. 09.09.1998, BGB I. I s. 2726).

Tabela 4

Wpłaty netto w ujęciu rocznym do niemieckich funduszy inwestycyjnych (w mld euro)

Rok	Fundusze akcyjne	Fundusze dywidendowe	Fundusze rynku pieniężnego	Fundusze mieszane	Fundusze pozostałych papierów wartościowych	Fundusze zabezpieczenia emerytalnego	Fundusze nieruchomości	RAZEM
1989*	244	10 500	-	55	-	-	251	11 050
1990*	1 459	1512	-	209	-	-	- 118	3 062
1991*	785	10 500	-	772	-	-	1 024	13 081
1992*	1 293	27 739	-	6	-	-	3 042	32 080
1993*	5 731	4 938	-	845	-	-	7 466	18 980
1994*	7 484	872	24 921	799	-	-	3 914	37 990
1995*	567	-6 461	4 325	235	-	-	3 498	2 164
1996*	1 344	-713	-4 346	1 022	-	-	7 113	4 420
1997*	15 054	-647	-4 041	1 183	-	-	3 274	14 823
1998*	19 501	-5 900	4 753	1 498	-	384	2 392	22 628
1999	33 249	-3 758	4 340	3 286	601	849	7 483	46 050
2000	65 783	-8 805	-2 916	5 444	-45	1 305	-2 821	57 945
2001	8 293	2 135	17 669	1 849	1 005	90	7 311	38 352
2002	3 972	-77	8 485	-539	895	-253	14 903	27 386
2003**	1 596	8 866	5 534	87	552	-138	14 354	30 851

* W przeliczeniu na euro. ** Dane za 2003 rok – na koniec września.

Źródło: *Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs- Geschellschaften e. V.*

tach w banku depozytariuszu (Depotbank) oraz w płynnych papierach wartościowych. Fundusze takie mogą zaciągać kredyty i pożyczki do 50% wartości swoich aktywów netto.

Z punktu widzenia płynności lokat w Offene Immobilienfonds ważne jest wskazanie, że fundusze te, mimo ich otwartego charakteru, nie podlegają – ze względu na przedmiot lokat – regulacjom Dyrektywy UCITS[29]. W konsekwencji nie mogą korzystać z przywileju jednolitej licencji (możliwości oferowania emitowanych przez siebie tytułów uczestnictwa we wszystkich państwach UE po uzyskaniu zezwolenia na podjęcie działalności w Niemczech), ale także nie podlegają obowiązkom zawartym w dyrektywie. Zgodnie z KAGG niemieckie fundusze nieruchomości publikują wartość aktywów, przypadającą na jednostkę raz na 10 dni oraz mogą zawiesić odkupywanie jednostek nawet do dwóch lat.

Offene Immobilienfonds cieszą się w Niemczech olbrzymią popularnością. W tabeli 4 przedstawiono statystyki, dotyczące wpłat netto (wpłat pomniejszonych o wypłaty) do funduszy różnych typów w latach 1989-2003.

Z powyższych danych wynika, że niemieckie otwarte fundusze nieruchomości cieszą się wzrastającym powodzeniem, którego nie można tłumaczyć wyłącznie rosnącą popularnością funduszy inwestycyjnych jako formy oszczędzania. Dane dotyczące aktywów poszczególnych typów funduszy w latach 1989-2003 prezentuje tabela 5.

Z niżej zaprezentowanych danych wynika, że w latach 1990-2003 wartość aktywów zarządzanych przez otwarte fundusze nieruchomości wzrosła ponad dziesięciokrotnie, przy sześciokrotnym wzroście aktywów funduszy inwestycyjnych ogółem. W konsekwencji udział funduszy nieruchomości w rynku funduszy inwestycyjnych w Niemczech w analogicznym okresie wzrósł prawie dwukrotnie.

Biorąc pod uwagę przedmiot niniejszego opracowania, należy zastanowić się nad przyczynami wyżej opisanego stanu rzeczy. Zdaniem autora, podstawową przyczyną rosnącej popularności funduszy nieruchomości jest wysokie bezpieczeństwo tego typu lokat połączone ze podatkowym zwolnieniem przedmiotowym dochodów uzyskanych dzięki inwestycji w jednostki tego typu funduszy. Przyczyną wprowadzenia tego zwolnienia było prawdopodobnie uznanie korzystnej roli funduszy we wspieraniu rozwoju budownictwa, w tym budownictwa mieszkaniowego.

Offene Immobilienfonds starają się o to, aby w ich posiadaniu nie znajdowały się obiekty zbyt stare. Na ogół sprzedają budynki po dziesięciu latach eksploatacji. Aby ograniczyć wahania dochodów, a co za tym idzie cen jednostek uczest-

[29] Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (OJ L 375 z 31.12.1985, s. 3).

Tabela 5

Aktywa niemieckich funduszy inwestycyjnych (stan na 31 grudnia – dane w mld euro)

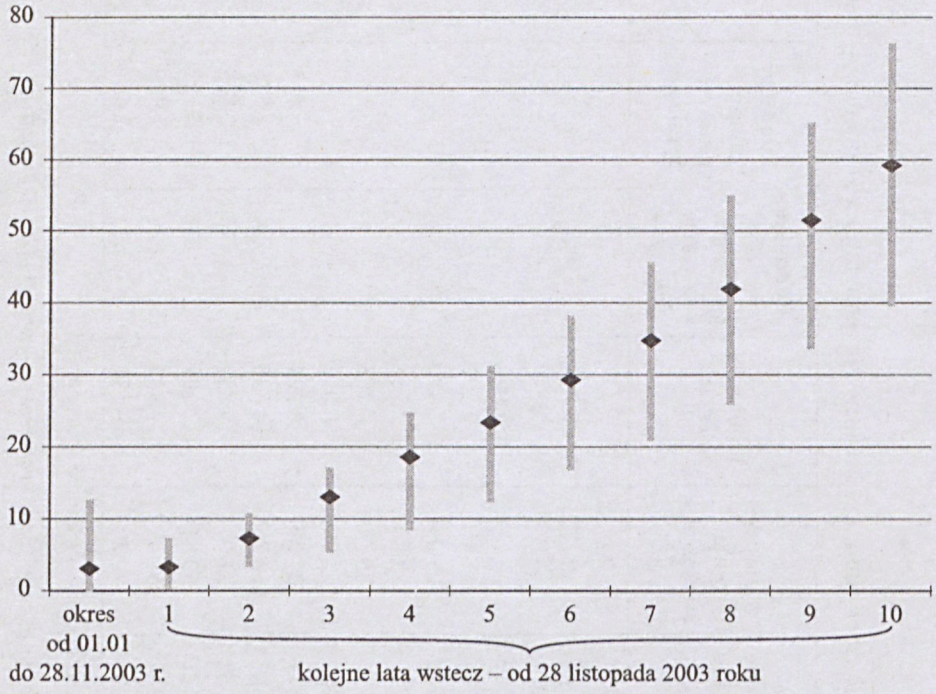
Rok	Fundusze akcyjne	Fundusze dywidendowe	Fundusze rynku pieniężnego	Fundusze mieszane	Fundusze pozostałych papierów wartościowych	Fundusze zabezpieczenia emerytalnego	Fundusze nieruchomości	Udział funduszy nieruchomości w rynku funduszy (w %)	RAZEM
1989*	7 881	54 733	-	811	-	-	8 216	11,47	71 641
1990*	7 829	54 092	-	815	-	-	8 390	11,80	71 126
1991*	8 522	67 070	-	1 579	-	-	9 807	11,28	86 978
1992*	9 725	99 089	-	1 095	-	-	13 690	11,08	123 599
1993*	19 690	116 304	-	2 291	-	-	21 840	13,64	160 125
1994*	24 863	109 435	25 052	2 470	-	-	25 764	13,73	187 584
1995*	26 168	111 925	29 809	2 783	-	-	29 694	14,82	200 379
1996*	33 330	118 856	25 749	4 283	-	-	37 023	16,89	219 241
1997*	60 030	123 053	22 097	6 052	-	-	40 493	16,09	251 725
1998*	87 085	122 317	27 293	8 124	-	413	43 137	14,96	288 369
1999	175 982	112 347	33 355	14 835	3 524	1 576	50 403	12,86	392 022
2000	212 593	105 742	31 241	19 859	3 470	2 805	47 919	11,31	423 629
2001	173 279	111 122	50 414	22 109	2 162	2 522	55 868	13,38	417 476
2002	115 332	114 378	58 497	17 914	3 039	1 729	71 165	18,63	382 054
2003**	126 402	119 075	70 203	19 571	3 672	1 661	85 784	20,12	426 368

* W przeliczeniu na euro. ** Dane za 2003 rok – na koniec września.

Źródło: *Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs- Geschellschaften e. V.*

nictwa, fundusze starają się podpisywać wieloletnie umowy najmu opiewające na z góry ustaloną stałą kwotę czynszu, choć zdarza się też, że bywa ona indeksowana, na przykład wskaźnikiem inflacji. Tym, co wyróżnia fundusze nieruchomości, jest dywidenda. Co roku część zysku wypłacana jest posiadaczom jednostek, ponieważ wzrost wartości jednostek uczestnictwa w funduszach nieruchomości nie jest zbyt szybki.

Niemcy traktują je jako bezpieczny instrument długoterminowego oszczędzania, przynoszący stałe dochody w postaci corocznej dywidendy[30]. Wartości stóp zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa Offene Immobilienfinds za okres ostatnich dziesięciu lat przedstawia rysunek 3.



Rys. 3. Minimalna, maksymalna stopa zwrotu oraz mediana stóp zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa Offene Immobilienfonds (według stanu na 28 listopada 2003 roku, w %)

Źródło: BVI, obliczenia własne

[30] A. Pawełek, *Fundusze nieruchomości – w Niemczech można, w Polsce – nie*, Nieruchomości – Rynek – Prawo 2000, nr 9, s. 9.

4. Polskie regulacje prawne dotyczące funduszy lokujących w nieruchomości, oraz perspektywy rozwoju tych funduszy

4.1. Regulacje prawne dotyczące funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości

W aktualnym stanie prawnym[31] – zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych[32] – możliwe jest tworzenie funduszy inwestycyjnych, lokujących bezpośrednio w nieruchomości wyłącznie w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego (FIZ). Dopuszczalne jest tworzenie innych rodzajów funduszy inwestycyjnych, które za przedmiot lokat obiorą pośrednie inwestowanie w nieruchomości poprzez papiery wartościowe o charakterze udziałowym i dłużnym. Wyłącznie FIZ są uprawnione przez ustawę o funduszach do lokowania swych aktywów w niebędące papierami wartościowymi udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Fundusze te – pośrednio lokujące w nieruchomości – powinny przestrzegać zarówno ograniczeń w kategoriach dostępnych dla nich lokat, jak i określonych w ustawie o funduszach limitów inwestycyjnych.

Biorąc pod uwagę obecne możliwości dokonywania bezpośrednich lokat w nieruchomości, należy wskazać, że przedmiotem lokat FIZ mogą być:

- własność lub współwłasność:
  - nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami,
  - budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości,
  - statków morskich,
- użytkowanie wieczyste.

Fundusz inwestycyjny zamknięty nie może przeznaczyć więcej niż 25% aktywów łącznie na nabycie jednego przedmiotu lokat oraz na inwestycje w ten przedmiot lokat. Fundusz ten może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Może również nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może zaciągać, wyłącznie w bankach, kredyty i pożyczki w łącznej wysokości nieprzekraczającej 75% wartości aktywów funduszu w chwili zaciąganie tych pożyczek i kredytów. Na nabytych nieruchomościach FIZ może ustanawiać obciążenia w wysokości nieprzekraczającej 50% wartości aktywów netto funduszu w chwili ustanowienia zabezpieczenia. Dodat-

[31] Stan na 5 lutego 2005 roku.

[32] Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. nr 146, poz. 1546) – dalej: ustawa o funduszach.

kowymi warunkami ustanowienia zabezpieczenia rzeczowego jest zgoda depozytariusza oraz ustanowienie tego zabezpieczenia zgodnie z warunkami określonymi w statucie funduszu.

W poprzednim stanie prawnym dyskusyjna była możliwość dokonywania wypłat na rzecz uczestników funduszu w trakcie jego trwania, jeżeli przedmiotem lokat są nieruchomości. Wynika to z nałożonego ustawą o funduszach obowiązku przeznaczania dochodów uzyskiwanych z tytułu lokat w nieruchomości w pierwszej kolejności na zachowanie przedmiotu praw własności oraz na zwiększanie ich wartości. To rozwiązanie oprócz możliwości nabywania wyłącznie nieruchomości nieobciążonych ograniczonymi prawami rzeczowymi (w szczególności hipoteką) stanowiło główną przeszkodę w rozwoju FIZ pod rządami poprzedniej ustawy o funduszach[33]. Jak się wydaje, obecnie to ograniczenie zostało zniesione.

Najważniejszymi – z punktu widzenia poprawienia konkurencyjności – zmianami w regulacjach obowiązujących od 1 lipca 2004 roku dotyczących funduszy inwestujących w nieruchomości są:

- dopuszczenie możliwości inwestowania w prawo wieczystego użytkowania,
- zniesienie zakazu wypłat dochodów funduszu uczestnikom w trakcie jego trwania,
- zniesienie zakazu nabywania nieruchomości obciążonych ograniczonymi prawami rzeczowymi (w szczególności hipoteką),
- wprowadzenie możliwości emitowania przez fundusze inwestycyjne zamknięte obligacji,
- wprowadzenie możliwości udzielania przez fundusze inwestycyjne zamknięte pożyczek, poręczeń i gwarancji,
- wyłączenie funduszy inwestujących w nieruchomości spod rygorów ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców[34], w szczególności zwolnienie z konieczności uzyskania zezwolenia na nabycie nieruchomości.

Ponadto interesująca wydaje się możliwość dozwolona przepisem art. 46 ustawy o funduszach powierzania czynności związanych z zarządzaniem nieruchomościami wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym odpowiednie zezwolenie wydane na podstawie ustawy o gospodarce nieruchomościami[35], podobnie jak w przypadku powierzenia zarządzania portfelem papierów wartościowych funduszu podmiotom prowadzącym działalność maklerską.

---

[33] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (t.j. Dz.U. z 2002 r., nr 49, poz. 449 ze zm.).

[34] Ustawa z dnia 24 marca 1920 roku o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców (t.j. Dz.U. z 1996 r., nr 54, poz. 245 z późn. zm.).

[35] Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku o gospodarce nieruchomościami (t.j. Dz.U. z 2000 r., nr 46, poz. 543 ze zm.).

4.2. Perspektywy rozwoju otwartych funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości

Do podstawowych cech, jakimi charakteryzują się fundusze inwestycyjne typu otwartego należy zaliczyć:

- dostępność dla nieograniczonej liczby inwestorów,
- zbywanie i odkupywanie od inwestorów na każde ich żądanie tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusz,
- zmienność kapitału wynikającą z konieczności zbywania i odkupywania tytułów uczestnictwa,
- wyższe niż w innych typach funduszy koszty obsługi licznych transakcji związanych nie tylko z inwestycjami własnymi funduszu, ale także z rozliczaniem transakcji na linii inwestorzy – fundusz związanych z koniecznością zbywania i odkupywania tytułów uczestnictwa,
- związaną z powyższymi cechami konieczność utrzymywania pewnej rezerwy środków płynnych na pokrywanie zobowiązań z tytułu odkupienia tytułów uczestnictwa oraz generalnego preferowania płynnych instrumentów ze względu na możliwość znaczącego spadku aktywów w zarządzaniu w dłuższym okresie[36].

Płynność tytułów uczestnictwa funduszy otwartych powoduje, że uważane są one za bardziej przyjazne inwestorom, którzy dowolnie mogą kształtować horyzont swojej inwestycji. Istnieje zależność pomiędzy stopniem rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, a wielkością udziału w nim funduszy otwartych, które zazwyczaj charakteryzują się bardziej czytelną od funduszy zamkniętych polityką inwestycyjną i węższym wachlarzem dopuszczalnych lokat. Inwestorzy nie zdają sobie zazwyczaj sprawy z wyższych niż w przypadku funduszy zamkniętych kosztów funkcjonowania funduszy otwartych, przekładających się wprost na osiągane przez nie wyniki inwestycyjne.

W przypadku powołania otwartych funduszy nieruchomości do kosztów obsługi transakcji z inwestorami doszłyby również ekonomiczne koszty utrzymywania płynności takiego funduszu.

Drugim aspektem, który powinien być wzięty pod uwagę przy rozważaniu celowości wprowadzenia uregulowań, dotyczących otwartych funduszy nieruchomości, jest stopień rozwoju rynku funduszy. W literaturze przedmiotu zauważa się istnienie następujących zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym kraju a rozwojem rynku funduszy inwestycyjnych:

- im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym większa liczba działających funduszy i tym wyższe są ich aktywa,

[36] A. Chłopecki, *Fundusze powiernicze*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 4, s. 32; G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Wydawnictwo Zakamycze, Kraków 1998, s. 26.

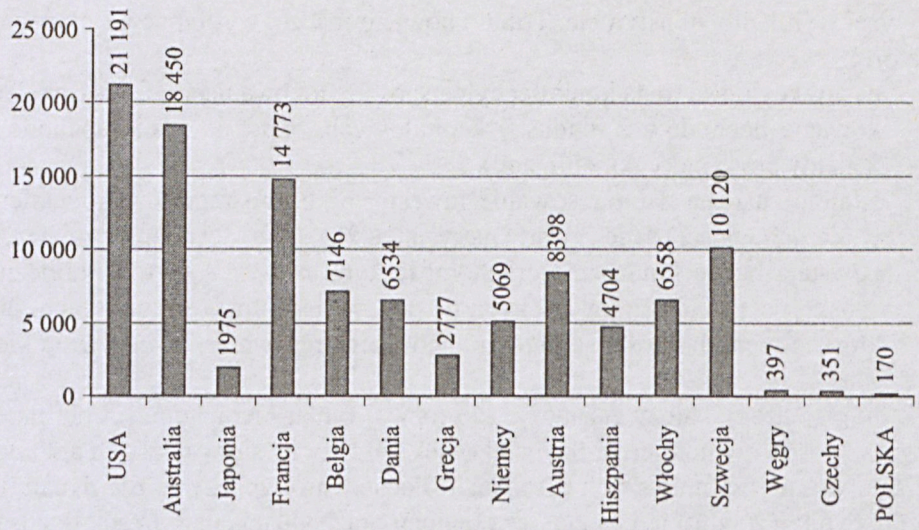
- im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym większy udział w rynku mają fundusze akcyjne (wyjątek: Japonia),
- udział funduszy bezpiecznych (papierów dłużnych i rynku pieniężnego) jest szczególnie wysoki w krajach określanych jako *emerging markets*[37].

Polski rynek funduszy inwestycyjnych znajduje się dopiero na początku swej drogi do dojrzałości. Stan ten wynika z jednej strony z niewielkiego – uwarunkowanego historycznie – rozwoju rynku finansowego, przejawiającego się zarówno w niskiej aktywności inwestorów, jak i niewielkiej liczbie typów instrumentów, będących przedmiotem obrotu. Z punktu widzenia towarzystw funduszy inwestycyjnych niewątpliwą barierą dla tworzenia skomplikowanych produktów, które potencjalnie mogłyby okazać się atrakcyjne dla inwestorów, jest niewielkie zaufanie, jakim darzą inwestorzy te instytucje. Stąd należy wywodzić brak jakiegokolwiek funduszu zamkniętego, którego przedmiotem zainteresowania byłby rynek nieruchomości. Mimo jego atrakcyjności, towarzystwa nie podejmują ryzyka tworzenia funduszu, którego subskrypcja może nie dojść do skutku. Ryzyka tym większego, że – odmiennie niż w przypadku funduszy lokujących w papiery wartościowe – przy funduszach nieruchomości elementem o kluczowym znaczeniu jest wielkość funduszu. Przyjąć należy, że minimalną wielkością funduszu lokującego bezpośrednio w nieruchomości są aktywa rzędu 300-400 mln zł.

W tym miejscu trzeba wziąć pod uwagę niedużą wielkość aktywów polskiego rynku funduszy inwestycyjnych – na rynku niemieckim aktualnie funkcjonują zaledwie 24 otwarte fundusze nieruchomości, które zarządzają prawie 86 mld euro, co oznacza, że średnie aktywa funduszu nieruchomości wynoszą nieco ponad 3 mld euro. Cały polski rynek funduszy inwestycyjnych na koniec listopada 2003 roku zarządzał aktywami zbliżonymi do 7,5 mld euro, a największym obecnie funkcjonującym funduszem inwestycyjnym jest PKO/CS Fundusz Obligacji FIO, który zarządzał na koniec listopada 2003 roku środkami w wysokości około 1 mld euro. W perspektywie kilku lat polski rynek funduszy inwestycyjnych ma szansę dalszego rozwoju, bazując na prostszych niż fundusze nieruchomości produktach. Jak duże możliwości rozwoju istnieją przed rynkiem funduszy ilustruje rysunek 4. Oczywiście nie byłoby zasadne oczekiwanie, że w perspektywie kilkunastu następnych lat rynek ten osiągnie wielkość rynku niemieckiego czy francuskiego, ale z zaprezentowanych danych wynika, że fundusze inwestycyjne są istotnym graczem na rynku gromadzenia oszczędności także w krajach, które od niedawna są członkami Unii Europejskiej (Hiszpania) czy w krajach o gospodarce rozwiniętej w stopniu zaledwie przeciętnym (Grecja).

Z danych przedstawionych w drugiej części niniejszego opracowania wynika jednoznacznie, że istnieje znaczący potencjalny popyt na rynku nieruchomo-

[37] A. Dorosz, *Fundusze inwestycyjne: oferta dla klienta indywidualnego i jej wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego*, w: *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju*, Zeszyty CASE, 1999, nr 42.



Rys. 4. Aktywa funduszy inwestycyjnych przypadające na jednego mieszkańca, stan na 30 czerwca 2003 roku (w euro)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych o aktywach za FEFSI

ści, generowany przede wszystkim przez inwestorów instytucjonalnych (zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne). Istnieje również znaczne potencjalne zainteresowanie tym rynkiem wśród inwestorów indywidualnych, które jednak nie przekłada się na zainteresowanie konkretnymi produktami, pojawiającymi się na rynku (niepowodzenie publicznej oferty certyfikatów Skarbca Nieruchomości I SFIZ oraz CA IB FIZ Sektora Nieruchomości) i to wtedy, gdy wszelkie dostępne analizy przedstawiają rynek nieruchomości jako znaczącego beneficjenta polskiej integracji z Unią Europejską.

Wydaje się, że istota problemu nie sprowadza się wyłącznie do braku uregulowań, dotyczących tworzenia i funkcjonowania odpowiednich wehikułów, pozwalających na przepływ środków od podmiotów posiadających ich nadwyżki i jednocześnie zainteresowanych inwestowaniem na szeroko rozumianym rynku nieruchomości do podmiotów zamierzających z jednej strony zbywać posiadane przez siebie nieruchomości, z drugiej zaś korzystać z finansowania dla realizacji projektów związanych z nieruchomościami. W opinii autora, fundusze inwestycyjne zamknięte ze względu na skomplikowaną konstrukcję prawną i przypisywaną im w obiegowej opinii znaczną ryzykowność mogą tego zadania nie wypełnić.

Zdaniem autora, zasadniczą przyczyną braku zainteresowania inwestorów funduszami inwestującymi w nieruchomości, skutkującego niepodejmowaniem działań mających na celu tworzenie takich produktów przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jest niedostateczne zaufanie inwestorów, jakim darzone

są wyżej wymienione instytucje. Trudno bowiem inaczej wytłumaczyć sytuację, w której:

- na atrakcyjności tracą konkurencyjne sposoby lokowania środków (opodatkowanie dochodów z funduszy kapitałowych, opodatkowanie dochodów z giełdy bessa na rynku obligacji),
- istnieje znaczne zainteresowanie inwestorów bezpośrednim lokowaniem w nieruchomości (dane zawarte na rysunku 2),
- powstają liczne fundusze nieruchomości typu *private equity,* a publiczne subskrypcje funduszy tworzonych na podstawie ustawy o funduszach, dla których nieruchomości są przedmiotem zainteresowania – kończą się klęską.

Z drugiej strony należy zaznaczyć, że rozwój rynku nieruchomości nie przebiega w sposób równomierny. Szybciej rynek ten rozwija się w wielkich aglomeracjach, wolniej w mniejszych ośrodkach. Podstawowe znaczenie dla dynamiki jego rozwoju ma sytuacja gospodarcza regionu oraz sytuacja na rynkach finansowych, w szczególności powodująca zmiany konkurencyjności inwestycji kapitałowych. Stąd zapewne wynika brak odpowiedniej ilości instrumentów dłużnych, powiązanych z nieruchomościami (listy zastawne, obligacje i *commercial papers* developerów etc.).

Podsumowując, wydaje się, że przedwczesne byłoby wprowadzenie na obecnym etapie rozwoju rynku finansowego oraz poziomie świadomości inwestorów regulacji prawnych, pozwalających na tworzenie otwartych funduszy nieruchomości. Aktualnie obowiązująca ustawa o funduszach zawiera wiele znanych na świecie, ale nowych na gruncie prawa polskiego, rozwiązań, które z jednej strony pozwolą na tworzenie wielu nowych typów produktów, ale z drugiej – w opinii autora – będą w początkowym okresie zupełnie niezrozumiałe dla inwestorów, co skutkować może ich odwrotem od funduszy inwestycyjnych, a w najlepszym wypadku niewykorzystywaniem części możliwości przewidzianych nową ustawą, podobnie jak jest obecnie w stosunku do regulacji dotyczących zbiorczych portfeli papierów wartościowych wprowadzonych w 2000 roku na wzór Exchange Traded Funds. Nowa ustawa idzie w przenoszeniu rozwiązań zagranicznych na rynek polski znacznie dalej, wprowadzając „szczególne konstrukcje" funduszy inwestycyjnych, polegajace na możliwości tworzenia funduszy z subfunduszami (*umbrella funds*), funduszy inwestujących aktywa wyłącznie w inne fundusze (*funds of funds*), funduszy podstawowych i powiązanych (*master – feeder funds*) i pozwalając na tworzenie powyższych „szczególnych konstrukcji" na podstawie trzech podstawowych form funkcjonowania funduszy inwestycyjnych (otwarte, specjalistyczne otwarte i zamknięte) i dopuszczając możliwość łączenia ich z czterema szczególnymi typami funduszy: funduszem rynku pieniężnego, funduszem portfelowym, funduszem sekurytyzacyjnym oraz funduszem aktywów niepublicznych. Konstrukcje te prawdopodobnie poprawią szanse polskich towarzystw na sprostanie konkurencji

zagranicznych spółek zarządzających, ale z pewnością pozostaną nieprzeniknione dla przeciętnego inwestora.

Zdaniem autora, korzystniejszym rozwiązaniem niż wprowadzanie kolejnego typu funduszu (otwartego lokującego w nieruchomości) jest poczekanie na dalszy rozwój rynku instrumentów, w jakie takie fundusze mogłyby inwestować, a także na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych, w tym w szczególności na utworzenie kilku zamkniętych funduszy nieruchomości, które będą potrafiły zbudować zaufanie inwestorów dla takich instytucji, by na bazie zebranych przez nie doświadczeń można było stworzyć ramy prawne, odpowiadające oczekiwaniom uczestników rynku oraz przede wszystkim stopniowi jego rozwoju.

Bibliografia

Chłopecki A., *Fundusze powiernicze*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 4

Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (OJ L 375 z 31.12.1985, s. 3).

D'Arcy E., Lee S., *A Real Estate Portfolio Strategy for Europe: A Review of Options*, Journal of Real Estate Portfolio Management 1998, no. 2

Dorosz A., *Fundusze inwestycyjne: oferta dla klienta indywidualnego i jej wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego*, w: *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju*, Zeszyty CASE 1999, nr 42

Elementy mikroekonomii, red. Z. Dach, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1993

Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften z 19 kwietnia 1957 roku (t. j. 09.09.1998, BGB I. I s. 2726).

Kamerschen D. R., McKenzie R. B.,Nardinelli C., *Ekonomia*, Wydawnictwo Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991

Keogh G., D'Arcy E., *Market Maturity and Property Market Behaviour: A European Comparison of Mature and Emergent Markets*, Journal of Property Research 1994, no. 11

Kościelniak G., *Fundusze powiernicze*, Wydawnictwo Zakamycze, Kraków 1998

Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997

Kucharska-Stasiak E., *Podstawy wyceny nieruchomości na potrzeby zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy*, Bank i Kredyt 1997, nr 4

Kucharska-Stasiak E., *Rynek nieruchomości - wybrane problemy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999

Pawełek A., *Fundusze nieruchomości – w Niemczech można, w Polsce – nie*, Nieruchomości – Rynek – Prawo 2000, nr 9

Pawlikowska-Piechotka A., *Gospodarka nieruchomościami*, Polskie Centrum Budownictwa, Warszawa 1999

Planeta W., *Wybrane instrumenty finansowe rynku nieruchomości*, Bank i Kredyt 2002, nr 7

Projekt ustawy o funduszach inwestycyjnych w wersji z dnia 6 czerwca 2003 roku
Prospekt Emisyjny CA IB Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Sektora Nieruchomości, 2003
Prospekt Emisyjny Skarbiec Nieruchomości i Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego, 2002
Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 roku w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać zainwestowana w poszczególnych kategoriach lokat oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. nr 63, poz. 407 ze zm.)
Rynek nieruchomości w Polsce, red. L. Kałkowski, Wyd. Twigger, Warszawa 2003
Systemy i mechanizmy, red. Mynarski S., Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1993
Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku o gospodarce nieruchomościami (t.j. Dz.U. z 2000 r. nr 46, poz. 543 ze zm.).
Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 roku o własności lokali (t.j. Dz.U. z 2000 r. nr 80, poz. 903 ze zm.)
Ustawa z dnia 24 marca 1920 roku o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców (t.j. Dz.U. z 1996 r. nr 54, poz. 245 ze zm.)
Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 roku o zmianie Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. nr 170, poz. 1651)
Ustawa z dnia 28 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej (t.j. Dz.U. z 1996 r. nr 11, poz. 62 ze zm.)
Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (t.j. Dz.U. z 2002 r. nr 49, poz. 448 ze zm.).
Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach (t.j. Dz.U. z 2001 r. nr 120, poz. 1300 ze zm.)
Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. nr 140, poz. 940 ze zm.)
Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. nr 139, poz. 934 ze zm.)
Worzala E., *Overseas Property Investments*: *How they are Perceived by the Institutional Investor*? Journal of Property Valuation and Investment 1994, no. 12

PERSPECTIVES OF DEVELOPING OPEN-ENDED INVESTMENT FUNDS INVESTING IN REAL ESTATE

Summary

The real estate market is atypical and not easy to define. The market is heterogeneous – the subject of the deals (the ownership of the real estate) is highly individualized and its price depends on the number of factors including the location of the property, its construction, legal and psychical condition etc.

The essay concentrates on the Polish real estate market and its implications for development of investment funds that allocate its assets in property. The international investment has been less common for real estate than for securities. Not only the international investors incur various costs (withholding tax) and encounter specific barriers (information-gathering costs), are unfamiliar with local market conditions and conventions, but also are exposed to risk of exchange rates, due to the local currency fluctuations.

Not withstanding above-mentioned conditions, the institutional investors are active on the Polish real estate market. The demand may also be determined by the Polish individuals, pension funds and insurance companies.

In the current conditions one could hardly expect open – ended investment funds that invest in real property. The main obstacle is the lack of relevant legal regulations – Polish Investment Funds Act allows to create specialized closed – ended investment funds that are permitted to invest directly in property. Under the current regulations, it is possible to create open – ended investment fund that would invest indirectly in real estate.

Other limitations of future growth of the property funds industry are the lack of investors trust in these products and the lack of securities issued by the property sector (both equity and debt) and the construction of open - ended funds that allows the participation unit' holders to order the fund to redeem the units at any time. This may impose the open – ended funds that allocate their assets in real estate to maintain a high share of liquid instruments. That may impact the investment return rate.