

Katarzyna Śmietana

Akademia Ekonomiczna w Katowicach

BEZPOŚREDNIE I POŚREDNIE FORMY INWESTOWANIA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI NA PRZYKŁADZIE AKTYWNOŚCI FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

1. Wstęp

Traktując nieruchomość jako kapitał, a rynek lokat nieruchomościowych sąsiadujący z rynkiem papierów wartościowych jako segment rynku kapitałowego, uwzględniając fakt, iż na rozwiniętych rynkach kapitałowych rynek nieruchomości stanowi integralną część rynku papierów wartościowych [Kucharska-Stasiak 2006, s. 90-95], w artykule omówiono formy długoterminowych lokat inwestycyjnych bezpośrednio i pośrednio związanych z rynkiem nieruchomości.

Na przykładzie aktywności inwestora instytucjonalnego, jakim jest fundusz nieruchomości zaprezentowane zostaną możliwe formy bezpośrednich lokat przez rynek lokat nieruchomościowych oraz lokaty dokonywane przez rynek papierów wartościowych, pośrednio związane z rynkiem nieruchomości.

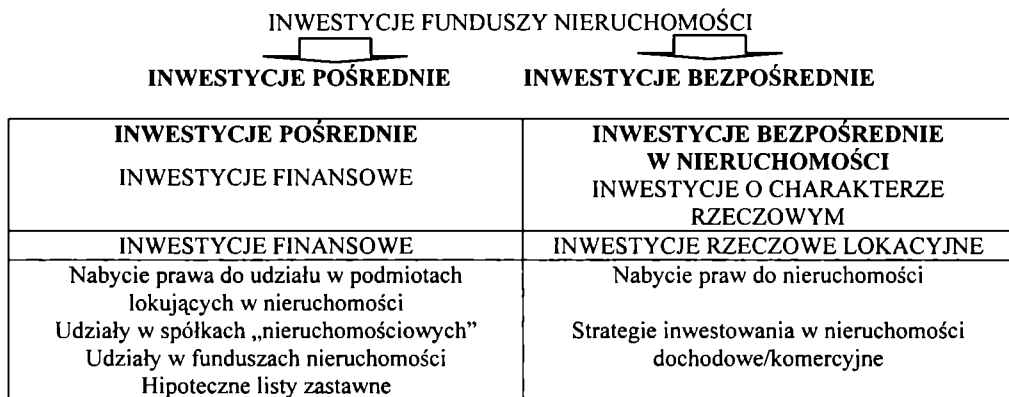
2. Podstawy organizacyjno-prawne działalności funduszy nieruchomości w Polsce

Na wspólnym europejskim rynku nieruchomości fundusze inwestujące w nieruchomości są aktywnymi inwestorami w grupie inwestorów instytucjonalnych lokujących kapitały zarówno bezpośrednio, jak również pośrednio we wszystkich segmentach tego rynku. „Pierwszymi regulacjami umożliwiającymi powstawanie takich funduszy i publiczne oferowanie emitowanych przez nie tytułów uczestnictwa były: niemiecka ustawa o spółkach lokat kapitałowych z 1957 r. i szwajcarska ustawa o funduszach inwestycyjnych z 1966 r.” [Borowski 2004a, s. 26]. Wraz z instytucjonalizacją rynków nieruchomości w poszczególnych krajach UE wzrastała potrzeba wprowadzania regulacji umożliwiających aktywność tzw. funduszy nieruchomości, których polityka lokacyjna zakładała różne formy inwestycji w nieru-

chomości. W państwach o rozwiniętym rynku kapitałowym i rozwiniętym rynku nieruchomości stanowiącym jego segment 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” [Borowski 2002, s. 174].

„Fundusze nieruchomości działają jak klasyczne fundusze inwestycyjne, lecz w swoich portfelach inwestycyjnych, zamiast tradycyjne papierów wartościowych, posiadają głównie prawa własności lub współwłasności do nieruchomości” [Czampas, Zaleski 2004, s. 10]. W celu dywersyfikacji do portfeli inwestycyjnych włączane są nieruchomości różnego typu¹ oraz inne instrumenty rynku kapitałowego, często dłużne, o stałym dochodzie, co wpływa na ograniczanie ryzyka inwestycyjnego.

W Polsce podstawy prawne tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych wyznacza uchwalona 27 maja 2004 r. ustawa o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z dnia 27 maja...], która zastąpiła dotychczas obowiązującą ustawę z 27 sierpnia 1997 r. W obecnym stanie prawnym fundusze inwestycyjne mogą być tworzone jako fundusze inwestycyjne otwarte (FIO), specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ).



Rys. 1. Formy inwestycji realizowanych na rynku nieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

Odnosząc się do regulacji prawnych zawartych w obowiązującej ustawie oraz uwzględniając fakt możliwości inwestowania na rynku nieruchomości w formie pośredniej oraz bezpośredniej, na rynku nieruchomości mogą inwestować fundusze funkcjonujące przede wszystkim w formie zamkniętego funduszu inwestycyjnego, a w szczególnych przypadkach jako fundusze inwestycyjne otwarte. Bezpośrednio w nieruchomości mogą inwestować wyłącznie fundusze inwestycyjne zamknięte, jednakże praktyka wskazuje, iż nie jest to wyłączna forma, w jakiej realizują inwe-

¹ Inwestycje w różnych segmentach rynku nieruchomości na zróżnicowanych rynkach lokalnych.

stycje na rynku nieruchomości, często inwestują również w formie pośredniej (przez listy zastawne oraz papiery wartościowe emitowane przez tzw. spółki nieruchomościowe, a więc podmioty działające w sektorze nieruchomości). Inwestowanie przez otwarte fundusze inwestycyjne w papiery wartościowe o różnym charakterze stwarza możliwość specjalizowania się tych podmiotów w pośrednich inwestycjach na rynku nieruchomości (rys. 1).

Koncentrując się na regulacjach prawnych dotyczących aktywności funduszy inwestycyjnych zamkniętych, a więc szczególnej formy przewidzianej dla funduszy nieruchomości, można wskazać formy lokat związane z bezpośrednim inwestowaniem w nieruchomości. Artykuł 147 określa formy lokat, które właściwe są dla tych podmiotów w odniesieniu do nieruchomości. Przedmiotem lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być:

1) własność lub współwłasność: nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, statków morskich;

2) użytkowanie wieczyste.

W ustawie określa się, iż w skład aktywów funduszu wchodzi również przedmioty i urządzenia, w tym urządzenia infrastruktury technicznej potrzebne do korzystania z przedmiotu praw określonych powyżej zgodnie z jego społeczno-gospodarczym przeznaczeniem oraz niezbędne do zachowania przedmiotu tych praw w stanie niepogorszonego lub zwiększające jego wartość. Artykuł 148 wskazuje, iż fundusz inwestycyjny zamknięty może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Fundusz może nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości.

Regulacje wynikające z ustawy o funduszach inwestycyjnych wyznaczają podstawy działalności funduszy nieruchomości w Polsce. Doświadczenia krajów o wysoko rozwiniętym rynku nieruchomości wskazują, iż fundusze inwestycyjne lokujące w nieruchomości są istotnym, aktywnym podmiotem w grupie inwestorów instytucjonalnych. Niedojrzałość rynku nieruchomości decyduje o relatywnie niskim zaangażowaniu tych podmiotów, jednakże analitycy rynku wskazują na perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce [Pałka, Publicewicz 2005]. Potwierdzeniem pozytywnych tendencji może być wzrastający udział aktywów tego typu funduszy w aktywach ogółem funduszy inwestycyjnych działających w Polsce (tab. 1).

Tabela 1. Aktywa netto funduszy nieruchomości

Fundusze inwestycyjne	Aktywa funduszy inwestycyjnych, marzec 2006	Aktywa funduszy inwestycyjnych, marzec 2007	Dynamika zmian
Ogółem	72 755,2	117 327,5	161,3%
Fundusze nieruchomości	1 113,0	1 265,1	113,7%

Źródło: aktywa funduszy inwestycyjnych (marzec 2007), analizy *on-line* z 6.04.2007 r.

Tabela 2. Aktywa funduszy nieruchomości

Lp.	Fundusze nieruchomości	Licencja KPWiG	Wartość aktywów
1	Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości	26.04.2004	42 669 970,47
2	Skarbiec Rynku Nieruchomości	10.08.2004	113 788 735,28
3	Skarbiec Rynku Mieszkaniowego	29.11.2005	73 527 141,36
4	BPH Sektora Nieruchomości	17.05.2005	359 671 445,01
5	KBC Index Nieruchomości	21.06.2005	176 450 008,5
6	KBC Index Światowych Nieruchomości	05.07.2006	424 985 506,56
7	Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 1 ²	23.02.2006	645 082 308,93
8	Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 2	21.06.2006	38 126 282,32
9	ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus	31.05.2006	2 219 866 978,96 ³

Źródło: aktywa funduszy inwestycyjnych (kwiecień 2007), analizy *on-line* z 6.05.2007 r.

„Rozwój polskich publicznych funduszy nieruchomości będzie zależny nie tylko od uregulowań prawnych, dotyczących tworzenia i funkcjonowania funduszy nieruchomości, ale także od dojrzewania samego rynku nieruchomości oraz konkurencyjności lokat w nieruchomości wobec innych instrumentów alokacji kapitałów na rynkach finansowych” [Borowski 2004b, s. 32]. Wymieniane i charakteryzowane są cechy, które określają stopień dojrzałości rynku nieruchomości. Analizy te wskazują, iż rynek nieruchomości w Polsce nie charakteryzuje się wystarczającym poziomem dojrzałości, który stwarzałby sprzyjające warunki do aktywności tych podmiotów. Jako główne bariery wyróżnia się: brak dostępności pełnego zakresu produktów (niewystarczająca liczba projektów, których finansowaniem zainteresowane byłyby fundusze), niewystarczający profesjonalizm podmiotów zajmujących się świadczeniem usług związanych z nieruchomościami m.in. w zakresie zarządzania aktywami (*asset management*), ograniczony przepływ informacji o rynku i rozwój działalności badawczej [Borowski 2004b, s. 32].

W Polsce pierwszy fundusz nieruchomości powstał w roku 2004 jako specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty na podstawie regulacji wynikających ze znowelizowanej ustawy o funduszach inwestycyjnych. Pozostałe fundusze powstały jako fundusze inwestycyjne zamknięte na bazie aktualnie obowiązującej ustawy, w efekcie emisji certyfikatów inwestycyjnych będących długoterminowymi papierami wartościowymi o charakterze dłużnym. Na polskim rynku nieruchomości zainwestował również pierwszy fundusz działający w formie subfunduszu specjalistycznego otwartego funduszu inwestycyjnego. Można więc wskazać fundusze, które zainwestowały kapitały w formie bezpośrednich lub pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości; są to: Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości (2004-2012), Skarbiec Rynku Nieruchomości (2004-2014), Skarbiec Rynku Mieszkaniowego, BPH Sektora Nieruchomości (2005-2013), KBC Index Nieruchomości (2005-2009) [Buczek 2005a, s. 88-89; Buczek 2005b, s. 108-111; Buczek 2006,

² Copernicus FIZ Sektora Nieruchomości 1 18.04.2007 r. zmienił nazwę na Alfa Real Estate FIZ.

³ Aktywa – Parasol Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty.

s. 100-102], KBC Index Światowych Nieruchomości, Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 1, Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 2 [Polski Portal... 2007], ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus (tab. 2).

3. Strategie inwestowania funduszy nieruchomości funkcjonujących na polskim rynku nieruchomości na wybranych przykładach

Fundusze nieruchomości, działając jako fundusze inwestycyjne, do swoich portfeli inwestycyjnych włączają prawa własności lub współwłasności do nieruchomości. Inwestowanie w prawo użytkowania wieczystego gruntu zwiększyło możliwe formy bezpośredniego inwestowania na rynku nieruchomości. Dywersyfikacja portfela w celu ograniczania ryzyka inwestycyjnego dokonywana jest dzięki inwestycjom na różnych rynkach lokalnych, w nieruchomości różnego typu oraz inne instrumenty rynku kapitałowego [Prospekt emisyjny. Arka...; Prospekt emisyjny. Skarbiec...; Prospekt emisyjny. BPH...]. Zgodnie z tym założeniem w ujęciu modelowym na portfel inwestycyjny funduszu nieruchomości składa się portfel aktywów płynnych oraz portfel nieruchomości.

4. Inwestycje bezpośrednie w nieruchomości na przykładzie Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości SFIZ

Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości, powołany jako specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty, zgodnie z pierwotnym celem inwestuje kapitały pozyskane z publicznej subskrypcji w portfel inwestycyjny składający się z portfela rynku nieruchomości oraz portfela aktywów płynnych [Prospekt emisyjny. Arka...].

portfel inwestycyjny = portfel aktywów płynnych + portfel rynku nieruchomości

Jednym z założeń inwestycyjnych funduszu jest dążenie do maksymalizacji udziału portfela rynku nieruchomości w strukturze portfela inwestycyjnego oraz umożliwienie inwestorom uzyskania w długim terminie zwrotu z zainwestowanego kapitału na poziomie znacznie przewyższającym poziom inflacji przez wzrost wartości aktywów netto funduszu oraz wypłaty dochodu w okresie istnienia funduszu. Wzrostu wartości aktywów netto funduszu oczekuje się w wyniku wzrostu wartości nieruchomości oraz częściowej akumulacji przychodów uzyskiwanych z portfela rynku nieruchomości. Kapitał udostępniony funduszowi ma zostać zwrócony z zyskiem po upływie terminu trwania funduszu, po sprzedaży składników portfela rynku nieruchomości i portfela aktywów płynnych [Prospekt emisyjny. Arka..., s. 4]. Portfel rynku nieruchomości obejmuje aktywa stanowiące główne źródło wzrostu wartości aktywów netto funduszu. Wzrost ten zamierza się osiągnąć w efekcie generowa-

nia przychodów z najmu nieruchomości komercyjnych, wzrostu wartości nieruchomości komercyjnych oraz osiągania zysków ze sprzedaży realizowanych inwestycji mieszkaniowych. Portfel aktywów płynnych obejmuje aktywa, które zapewnią będą płynność finansową przy równoczesnym zachowaniu ich realnej wartości.

Cel inwestycyjny osiągany jest przez bezpośrednie i pośrednie inwestycje na rynku nieruchomości: nabywanie praw własności, nabywanie udziałów we współwłasności nieruchomości, nabywanie akcji spółek celowych lub udziałów w spółkach celowych czy zakładanie spółek celowych do realizacji inwestycji na rynku nieruchomości. Fundusz nabywa i zbywa nieruchomości, czerpie dochody z ich wynajmu oraz finansuje w ograniczonym zakresie inwestycje deweloperskie. Z zasad polityki inwestycyjnej funduszu wynika, iż udział portfela rynku nieruchomości i portfela aktywów płynnych w aktywach funduszu będzie się zmieniał w założonym okresie trwania funduszu przy założeniu wzrastającego udziału portfela rynku nieruchomości – do co najmniej 90% aktywów funduszu na koniec trzeciego roku działalności.

Modelowy skład portfela rynku nieruchomości (bez portfela aktywów płynnych), ustalony jako cel inwestycyjny funduszu wygląda następująco⁴:

- nie mniej niż 50% aktywów funduszu przypadających na portfel rynku nieruchomości stanowić będą nieruchomości biurowe,
- nie mniej niż 50% aktywów funduszu przypadających na portfel rynku nieruchomości stanowić będą pozostałe typy nieruchomości oraz lokat związanych z rynkiem nieruchomości, w szczególności: nieruchomości handlowe, magazynowe, mieszkaniowe, grunty pod inwestycje mieszkaniowe i komercyjne,
- nie więcej niż 25% aktywów funduszu przypadających na portfel rynku nieruchomości stanowić będą nieruchomości mieszkaniowe [Prospekt emisyjny. Arka..., s. 24-25].

Arka BZ WBK jest funduszem o najbardziej rozbudowanym portfelu rynku nieruchomości, a dostępne informacje o strukturze tego portfela pozwalają na wstępną analizę aktywności funduszy w zakresie bezpośredniego inwestowania na polskim rynku nieruchomości. Zgodnie z założeniami inwestycyjnymi fundusz Arka BZ WBK kształtuje strukturę portfela rynku nieruchomości, dążąc do maksymalizacji jego udziału w strukturze portfela inwestycyjnego, co w perspektywie umożliwi inwestorom uzyskanie w długim terminie zwrotu z zainwestowanego kapitału. Wzrostu wartości aktywów netto funduszu oczekuje się w wyniku wzrostu wartości nieruchomości oraz częściowej akumulacji przychodów uzyskiwanych z portfela rynku nieruchomości. Jak już wcześniej wspomniano, w założeniach polityki inwestycyjnej przewiduje się stopniowe zwiększanie udziału portfela rynku nieruchomości do co najmniej 90% aktywów funduszu na koniec trzeciego roku działalności w celu ukształtowania docelowej, modelowej jego struktury. Skład portfela rynku nieruchomości ma być dywersyfikowany

⁴ Fundusz nie inwestuje w projekty oraz inwestycje hotelowe, projekty obejmujące budowę kasyn i innych przedsięwzięć gospodarczych o zbliżonym charakterze oraz projekty obejmujące inwestycje w przedsięwzięcia użyteczności publicznej.

zgodnie z zasadą inwestowania w nieruchomości różnego typu, o zróżnicowanych lokalizacjach – różnorodnie zlokalizowane nieruchomości biurowe, nieruchomości handlowe, magazynowe, mieszkaniowe, grunty pod inwestycje mieszkaniowe i komercyjne oraz w najmniejszym udziale w nieruchomości mieszkaniowe.

Tabela 3. Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości – portfel rynku nieruchomości

Data nabycia	Lokalizacja	Nieruchomość	Charakterystyka
07.06.2006	Warszawa	Trinity Park	budynek biurowy o pow. 19,5 tys. m ²
24.05.2006	Olsztyn	Alfa Centrum	obiekt handlowo-rozrywkowy o pow. 18 tys. m ²
30.01.2006	Warszawa	Sawa Apartments Wilanów	osiedle mieszkaniowe (projekt deweloperski)
25.10.2005	Poznań	Winogrody Business Center	budynek biurowy o pow. 5730 m ²
13.10.2005	Warszawa	F.D.S. Plaza	budynek biurowy o powierzchni 2656 m ²
28.09.2005	Łomża	Centrum Handlowe Stokrotka	działka 9,7 tys. m ² z dwoma budynkami o pow. 3700 m ²
09.09.2005	Warszawa	Aleje Ujazdowskie 10	budynek biurowy o pow. 3911 m ²
26.08.2005	Wrocław	Quattro Forum	budynek biurowy o pow. 14 300 m ²
06.07.2005	Kraków	Salwator City	osiedle mieszkaniowe (projekt deweloperski)
27.04.2005	Ożarów	Centrum Logistyczne Ożarów	budynek magazynowo-biurowy o pow. 12 967 m ²
20.04.2005	Warszawa	Galeria pod Dębami	budynek usługowo-handlowy o pow. 1670 m ²
14.02.2005	Gdynia	Alfa Plaza	budynek biurowy o powierzchni 7700 m ²

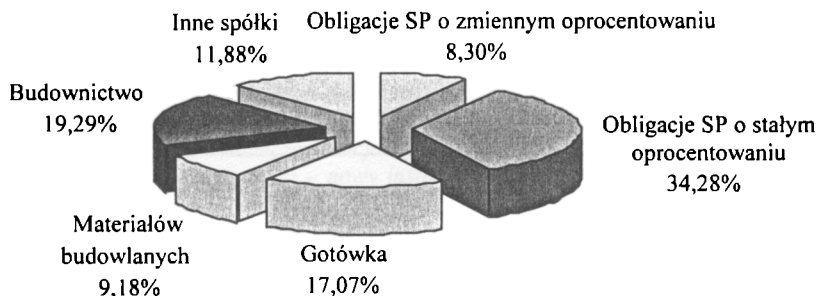
Źródło: materiały źródłowe Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości.

Prezentowana w tab. 3 struktura portfela rynku nieruchomości analizowanego funduszu stanowi odzwierciedlenie przyjętych przez fundusz celów inwestycyjnych. Na portfel składają się nieruchomości o charakterze biurowym o łącznej powierzchni 53 797 m², nieruchomości o charakterze usługowo-handlowym i magazynowo-biurowym o powierzchni 14 637 m², nieruchomości mieszkaniowe – dwa projekty deweloperskie w fazie realizacji, oraz wielofunkcyjny obiekt o charakterze handlowo-rozrywkowym. Dywersyfikacja portfela funduszu sprowadza się również do zróżnicowania lokalizacji inwestycji w dużych miastach na terenie Polski ze szczególnym uwzględnieniem Warszawy oraz pozostałych miast, w tym: Krakowa, Wrocławia, Poznania, Gdyni, Olsztyna. Prezentowana struktura portfela nie jest ostateczną docelową, gdyż fundusz przewiduje jego dostosowywanie przez trzy kolejne lata od momentu utworzenia.

Arka Nieruchomości SFIZ jest przykładem inwestora instytucjonalnego inwestującego kapitały pozyskane w drodze publicznej emisji w sposób bezpośredni na rynku nieruchomości. Na uwagę zasługuje fakt finansowania przez ten fundusz inwestycji deweloperskich, co jest charakterystyczne dla rozwiniętych rynków nieruchomości w warunkach, w których deweloperzy, będąc koordynatorami projektów inwestycyjnych, najczęściej angażują własne środki finansowe na zainicjowanie przedsięwzięcia – kwoty niezbędnej do zaawansowania projektu w stopniu umożliwiającym pozyskanie inwestora zewnętrznego, najczęściej właśnie funduszu inwestycyjnego. W realiach krajów o silnie rozwiniętym rynku nieruchomości wiele firm deweloperskich działa na zlecenie i w ścisłym związku z wybranymi instytucjami finansowymi jako ich inwestorami.

5. Inwestycje pośrednie na rynku nieruchomości na przykładzie aktywności ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości

Funkcjonujący od 2006 r. ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości jest pierwszym funduszem inwestycyjnym na polskim rynku kapitałowym, który zgodnie z założoną strategią ma charakter funduszu nieruchomości – z zastrzeżeniem przewidzianym dla FIO – mogącym inwestować wyłącznie w formie pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości (rys. 2).



Rys. 2. Portfel ING Subfunduszu Budownictwa i Nieruchomości Plus

Źródło: materiały źródłowe: ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych z 28.02.2007 r.

Odnosząc się do głównego celu inwestycyjnego, a co za tym idzie, kryterium doboru lokat, subfundusz dąży do wzrostu wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat w długim horyzoncie czasu. Rezultatem inwestycji pośrednich na rynku nieruchomości są znajdujące się w portfelu papiery wartościowe wyemitowane przez spółki sektora nieruchomości, w tym: spółki sektora budowlanego oraz spółki aktywnie inwestujące lub specjalizujące się w profesjonalnej obsłudze uczestników rynku nieruchomości.

Subfundusz inwestuje z zastrzeżeniami⁵ głównie w akcje spółek świadczących usługi budowlane, produkujących materiały budowlane, inwestujących w nieruchomości oraz zarządzających nieruchomościami. Zgodnie z założoną strategią inwestuje również w dłużne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, głównie emitowane, poręczone lub gwarantowane przez skarb państwa lub NBP, ale również innych emitentów – głównie spółek sektora nieruchomości oraz banków hipotecznych⁶. Należy podkreślić, iż przedmiotem lokat subfunduszu mogą być również certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte mające charakter funduszy nieruchomości, których aktywa lokowane są w formie bezpośrednich i pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości.

⁵ Prospekt informacyjny ING Parasol SFIO z 3 lutego 2006 r. z późniejszymi zmianami, rozdział VII §4 Kryteria doboru lokat subfunduszu.

⁶ Hipoteczne listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne na podstawie wierzytelności zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach.

Fundusze nieruchomości zgodnie z głównymi celami inwestycyjnymi wyznaczonymi dla funduszy inwestycyjnych oczekują: ochrony realnej wartości aktywów, osiągania przychodów z lokat netto oraz wzrostu wartości aktywów. Przyjmując właściwe kryteria doboru lokat oraz stosując zasady ich dywersyfikacji w długim horyzoncie czasu, oczekują dochodów, którymi stają się przychody z lokat netto funduszu inwestycyjnego oraz zrealizowany zysk (strata) ze zbycia lokat.

Tabela 4. Inwestycje na rynku nieruchomości

Inwestycje pośrednie na rynku nieruchomości	Inwestycje bezpośrednie w nieruchomości
Inwestycje o charakterze finansowym	Inwestycje o charakterze rzeczowym lokacyjnym
Służące aprecjacji zainwestowanego kapitału i uzyskiwaniu bezpośrednich korzyści finansowych	Służące aprecjacji zainwestowanego kapitału i uzyskiwaniu bezpośrednich korzyści finansowych
Instrumenty finansowe podmiotów sektora nieruchomości	Nieruchomości inwestycyjne

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku inwestycji realizowanych w sposób bezpośredni w nieruchomości korzyściami ekonomicznymi stają się strumienie dochodów czynszowych i pozaczynszowych generowane w sposób bezpośredni w efekcie eksploatacji tych aktywów oraz ewentualny zysk ze sprzedaży zrealizowany w efekcie wzrostu wartości rynkowej nieruchomości. W rezultacie inwestycji pośrednich na rynku nieruchomości, a więc związanych z nabywaniem papierów wartościowych wyemitowanych przez tzw. spółki nieruchomościowe, oczekiwania inwestora odnoszą się do dochodów będących efektem wypłat dywidend w okresie utrzymywania papierów wartościowych w portfelu oraz korzyści ekonomiczne będące skutkiem zmian kursowych. Niezależnie od tego, czy inwestycja ma charakter bezpośredni, czy pośredni, oczekiwane korzyści ekonomiczne to: bezpośredni strumień dochodów oraz korzyści inwestora jako efekt modyfikacji wartości instrumentu [Śmietana 2007, s. 65-79].

6. Podsumowanie

Inwestycje w wiązkę praw do nieruchomości, a także w hipoteczne listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne funduszy nieruchomości czy papiery wartościowe emitowane przez spółki szeroko rozumianego sektora nieruchomości wskazują, iż na polskim rynku kapitałowym możliwe są długoterminowe lokaty inwestycyjne, tzw. nieruchomościowe, dokonywane w różnej formie przez zarówno rynek lokat nieruchomościowych, jak i rynek papierów wartościowych w efekcie lokat pośrednio związanych z nieruchomościami.

Fundusze działające na polskim rynku nieruchomości, mające w większości przypadków charakter funduszy inwestycyjnych zamkniętych, są przykładem inwestora inwestującego w sposób zarówno bezpośredni, jak i pośredni w nieruchomości.

Biorąc pod uwagę obowiązujące regulacje prawne, aktywność funduszy na rynku nieruchomości nie jest ograniczona wyłącznie do działających w formie FIZ. FIO

stają się również profesjonalnym inwestorem na rynku nieruchomości inwestującym aktywa w formie pośredniej w nieruchomości. Pierwsze wyniki osiągane przez fundusze są istotnie zróżnicowane⁷. Należy podkreślić, iż dla wszystkich funduszy podejmuje się działania nakierowane na przyjęte długookresowe cele inwestycyjne, w efekcie czego dostosowywane są portfele w celu osiągnięcia ich docelowej struktury jako wyrazu długofalowej strategii inwestycyjnej przyjętej przez fundusze i osiągnięcia zadowalających wyników w perspektywie zakładanej przez analityków.

Literatura

- Borowski G., „Nieruchomościowe” fundusze inwestycyjne, cz. I, „Nieruchomości C.H. Beck” 2004a nr 11.
Borowski G., „Nieruchomościowe” fundusze inwestycyjne, cz. II, „Nieruchomości C.H. Beck” 2004b nr 12.
Borowski G., *Prawne uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości*, [w:] *Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny*, zeszyt 4, Poznań 2002.
Buczek S., *Fundusze nieruchomości – nowy instrument na polskim rynku funduszy inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005a nr 11 (179).
Buczek S., *Strategie inwestycyjne polskich funduszy nieruchomości*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005b nr 12 (180).
Buczek S., *Polskie fundusze nieruchomości*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006 nr 1 (181).
Czampas J., Zaleski B., *Fundusze nieruchomości – rynek wciąż niedoceniany*, „Nieruchomość” 2004 nr 2 (50).
Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.
Pałka A., Publicewicz T., *BPH FIZ Sektora Nieruchomości – nowa oferta na rynku funduszy. Analizy on-line*, www.analizy.pl, 24.06.2005.
Polski Portal Finansowy, www.fundusze.onet.pl, 29.03.2007.
Prospekt emisyjny. Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości SFIZ, materiały źródłowe.
Prospekt emisyjny. BPH Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości.
Prospekt emisyjny. Skarbiec – Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.
Prospekt informacyjny ING Parasol SFIO.
Śmietana K., *Nieruchomość jako składnik portfela inwestycyjnego*, [w:] *Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty*, Zeszyt Naukowy nr 44 „Studia Ekonomiczne”, AE, Katowice 2007.
Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546).

DIRECT AND INDIRECT INVESTMENT IN THE REAL ESTATE MARKET ON THE EXAMPLE OF REAL ESTATE FUND ACTIVITY IN POLAND

Summary

The scale of investments made by institutional investors in the Polish real estate market is relatively small. In comparison with developed real estate markets the involvement of institutional inves-

⁷ Zestawienia tabelaryczne, w których prezentuje się syntetyczne informacje o założeniach polityki inwestycyjnej oraz osiąganych stopach zwrotu z pierwszych inwestycji funduszy nieruchomości działających w Polsce, znajdują się na stronie www.fundusze.onet.pl.

tors is limited by legal regulations, which impose limits of capital involvement, both in direct and indirect real estate investments.

Investment funds are becoming active investors in the Polish real estate market, however, the scale of direct investments made by these entities does not yet correspond with the activity manifested by this type of investors in the developed investment markets. With attention paid to the enormous significance of these entities for the investment market development, as well as the benefits given to minor investors by the possibility of indirect investment through funds, the following paper aims to present the legal bases of the activity, the assumptions of the investment policy and the form in which the aforementioned entities make their investments on the example of selected funds operating in the Polish real estate market.