

Pośrednie inwestowanie w nieruchomości – nowy kierunek rozwoju funduszy inwestycyjnych

Stanisław Flejterski, Zbigniew Miklewicz

Bezpośrednie i pośrednie inwestowanie na rynku nieruchomości

Wszystkie części składowe szeroko rozumianej nauki finansów oraz opisywanej i objaśnianej przez nią rzeczywistości finansowej są ze sobą ściśle powiązane. Dotyczy to praktycznie wszystkich dyscyplin finansowych, a więc finansów globalnych i międzynarodowych, finansów publicznych – rządowych i samorządowych – finansów rynków finansowych, z kapitałowym na czele, finansów banków, finansów ubezpieczeń, finansów przedsiębiorstw, wreszcie finansów gospodarstw domowych. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych obserwuje się wiele istotnych zależności między rynkiem kapitałowym a rynkiem nieruchomości. Inwestycje w nieruchomości traktowane są jako odrębna klasa aktywów, co aktywizuje podaż kapitału przeznaczanego na realizację projektów deweloperskich, w tym także od profesjonalnych inwestorów instytucjonalnych. Z drugiej strony wymogi rynku kapitałowego powodują, że konstrukcja prawna, finansowa i techniczna takiego projektu musi spełniać standardy stopy zwrotu i ryzyko akceptowane przez tych inwestorów. Wspomniane główne kryteria alokacji kapitału, które można uznać za klasyczne z punktu widzenia fundamentalnej analizy projektu deweloperskiego, nie są wystarczające dla inwestorów instytucjonalnych. Dodatkowymi warunkami zaangażowania, które należy rozpatrywać w takim przypadku, są ponadto: płynność

rynku, koszty transakcyjne oraz przejrzystość informacyjna inwestycji. Takie przesłanki nie mogą być spełnione w przypadku bezpośredniego zaangażowania na rynku nieruchomości poprzez zakup obiektu. Stąd w zależności od kultury prawnej w praktyce rynkowej ukształtowały się różne formy inwestowania pośredniego. Istotą tego modelu jest stworzenie konstrukcji prawnej podmiotu, który staje się właścicielem obiektu, a zarazem stanowi przedmiot zaangażowania inwestorów portfelowych. W ten sposób powstają podstawy instytucjonalne do zapewnienia płynności inwestycji, relatywnie niskich kosztów transakcyjnych oraz przejrzystości informacyjnej. Najczęściej spotykaną formą prawną takich „wehikułów inwestycyjnych” są spółki kapitałowe, spółki osobowe (zazwyczaj komandytowe) oraz zamknięte fundusze inwestycyjne.

Spółki kapitałowe

Klasycznym przykładem wykorzystania formy prawnej spółki akcyjnej jest Real Estate Investment Trust (REIT) na rynku amerykańskim. Cechy takiego podmiotu zostały zdefiniowane w 1960 r. w specjalnej ustawie Real Investment Trust Act. REIT posiada nieruchomości i administruje obiektami, a w niektórych przypadkach również finansuje proces inwestycyjny. W zależności od kryterium przedmiotu działalności można wyróżnić: Equity REITs – inwestujące bezpośrednio w obiekty, Mortgage REITs – inwestujące w dłużne instrumen-

ty hipoteczne – lub Hybrid REITs – łączące cechy obydwu wymienionych wcześniej typów. Polityka inwestycyjna REIT nie podlega ograniczeniom rodzajowym. Spółki angażują się w zakup nieruchomości komercyjnych (centra handlowe, hotele, biurowce, szpitale i kliniki, obiekty rekreacyjne i in.) oraz mieszkaniowych i operowanie nimi.

Duże znaczenie dla ekonomicznej definicji tych instytucji ma ich specyficzny status podatkowy. REITs mogą odejmować wartość dywidend wypłaconych akcjonariuszom od podstawy opodatkowania CIT. W praktyce wypłacają dywidendy w kwocie równej podstawie opodatkowania, co powoduje brak opodatkowania na poziomie korporacyjnym. Inwestorzy są zobowiązani do zapłaty podatku od dywidendy i zysków kapitałowych. W ten sposób eliminowane jest podwójne opodatkowanie dochodu z nieruchomości. REITs nie dają możliwości partycypacji inwestorów w stratach podatkowych spółki, co różni tę formę prawną inwestowania od omówionych poniżej spółek osobowych. Wspomniany korzystny status podatkowy w Internal Revenue Code powoduje, że spółka musi spełnić wiele warunków pozwalających na taki model opodatkowania. Do głównych z nich należy zaliczyć¹:

- Spółka ma status podatnika podatku dochodowego od osób prawnych.
- Spółka jest zarządzana przez zarząd lub powiernika.
- Akcje spółki są zbywalne bez ograniczeń.
- Spółka ma przynajmniej 100 akcjonariuszy.
- Nie więcej niż 50% akcji spółki stanowiło własność pięciu lub mniejszej liczby akcjonariuszy w ostatnim półroczu roku podatkowego.
- Przynajmniej 75% aktywów spółki stanowią inwestycje w nieruchomości.
- Przynajmniej 75% przychodów spółki pochodzi z najmu nieruchomości lub odsetek od kredytów hipotecznych.
- Nie więcej niż 20% aktywów spółki zostało zaangażowanych w podmioty powiązane, których działalność jest opodatkowana.
- Przynajmniej 90% dochodu podlegającego opodatkowaniu jest wypłacanych w formie dywidendy.

Ostatni z wymogów pozwala zakwalifikować REITs jako podmioty płacące wysokie dywidendy, a ich akcje do kategorii *income stock*. Dywidendy charakteryzują się stabilnością wynikającą z długoterminowych umów najmu nieruchomości. W okresie presji inflacyjnej umowy odnawiane są według wyższych stawek, co pozwala na utrzymanie realnej wartości dywidend. Inwestorzy opodatkowują dywidendy i zyski kapitałowe według indywidualnych stawek podatkowych. Szczegółowe rozwiązania w tym zakresie są ściśle związane z procedurami amerykańskiego prawa podatkowego.

Akcje spółek są notowane na płynnych rynkach, na których stworzono specjalne indeksy odzwierciedlające poziom kursów. Spośród 180 spółek dopuszczonych do publicznego obrotu przez SEC, 139 notowanych jest na NYSE, 30 na ASE i 7 na NASDAQ. Ponadto istnieją spółki nienotowane, które można określić jako „inkubatory” inwestycyjne na rynku nieruchomości.

Wyniki operacyjne, a co za tym idzie wycena REITs są zdeterminowane przez zysk netto (*net income*) raportowany w sposób zgodny z GAAP. Parametrem uzupełniającym jest saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (*Funds from Operation – FFO*). FFO obliczany jest jako zysk netto skorygowany o zyski i straty ze sprzedaży nieruchomości oraz powiększony o odpisy amortyzacyjne posiadanych obiektów. Takie podejście pozwala na lepszą ocenę bieżących wyników operacyjnych (analiza relacji pomiędzy strumieniem czynszów i kosztów). Niemniej jednak w wycenie akcji dodatkowo duże znaczenie ma wartość nowych projektów oraz wartość rezydualna posiadanego portfela nieruchomości. Dlatego inwestorzy porównują kursy REITs z NAV (*net asset value per share*), czyli rynkową wartością aktywów netto na akcję. Takie ujęcie uwzględnia aktualną sytuację na rynku nieruchomości (wpływ koniunktury na czynsze, wskaźniki wynajęcia powierzchni, popyt na nowe powierzchnie) oraz efektywność polityki inwestycyjnej w zakresie nowych projektów i sposobu ich finansowania. Inwestorami na rynku REITs są zarówno inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni.

Prawo państw europejskich nie zawiera specjalnych regulacji odnośnie do opodatkowania spółek akcyjnych inwestujących w nieruchomości. Geneza europejskich spółek w tym sektorze wiąże się ściśle z procesami prywatyzacji publicznych i zakładowych zasobów mieszkaniowych oraz *outsourcingiem*. Opracowano indeksy tego segmentu rynku: EPIX 30 i EPIX 50 dla rynku europejskiego, FTSE Real Estate – brytyjskiego oraz DIMAX – niemieckiego. Na przykład aktywna na polskim rynku firma Rodamco CE jest jedną z holenderskich spółek inwestujących w nieruchomości.

Spółki osobowe – komandytowe i cywilne

Wykorzystanie spółek osobowych jako formy prawnej pośredniego inwestowania w nieruchomości jest powszechną praktyką inwestycyjną na rynku amerykańskim i niemieckim². Są one wykorzystywane jako „we-

¹ *Investing in Real Estate Investment Trusts*. NAREIT-Research, November 2000.

² Stosowane na rynku niemieckim określenie: „Geschlossene Fonds” – „fundusze zamknięte”, jest mylące, gdyż wspomniane podmioty nie są tworzone na podstawie prawa o funduszach inwestycyjnych (KAGG), lecz Kodeksu cywilnego i handlowego. Kwestie prawne związane z tą formą prawną inwestowania pośredniego – por. J. Lüdicke, J. -H. Arndt, G. Götz: *Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Fragen bei Immobilien-, Film-, Schiffs-, Flugzeug- und Windenergiefonds*. München 2002, Verlag C. H. Beck.

hikuły inwestycyjne”, angażujące się w zakup nie tylko nieruchomości, ale także statków, samolotów, parków wiatrowych, praw do filmów, praw licencyjnych i in. Na rynku niemieckim ukształtowała się grupa specjalistycznych podmiotów aranżujących takie spółki oraz zarządzających i administrujących nimi. Do grupy tych podmiotów zalicza się przede wszystkim firmy leasingowe zależne od banków, podmioty zależne od globalnych pośredników na rynku nieruchomości i deweloperów oraz niezależne podmioty prywatne. Plasowanie udziałów odbywa się za pośrednictwem banków w ramach bankowości prywatnej. Projekty na rynku nieruchomości są często adresowane do inwestorów instytucjonalnych, szczególnie towarzystw ubezpieczeniowych. Omawiany model jest także wykorzystywany do *outsourcingu* nieruchomości korporacyjnych (poczta, instytucje finansowe, centra logistyczne, lotniska).

Uzasadnieniem ekonomicznym takiej formy inwestowania jest kumulowanie kapitału inwestycyjnego najczęściej w celu zakupu udziałów lub całej nieruchomości charakteryzującej się bardzo wysoką oceną (położenie, stan techniczny, poziom czynszów i wynajęcia powierzchni). Najczęściej obiektami tej klasy są biurowce, hotele i centra handlowe w śródmieściu wielkich aglomeracji. W zależności od konkretnych warunkowań projektu można wręcz mówić o pewnej formie finansowania projektowego. Podstawowe z punktu widzenia struktury transakcji są dwa aspekty merytoryczne:

- wybór formy prawnej pozwalającej na transfer strat podatkowych powstałych w początkowej fazie inwestowania do udziałowców (aspekt prawa podatkowego),

- wybór formy prawnej pozwalającej na wyłączenie odpowiedzialności wspólników za zobowiązania podmiotu inwestującego (aspekt prawa cywilnego).

Element podatkowy był powodem bardzo szybkiego rozwoju tej formy inwestowania w latach 70. i 80. w Niemczech. Niemniej jednak z powodu nadużywania tej konstrukcji po zjednoczeniu Niemiec, jak też w wyniku problemów związanych z deficytem budżetowym kolejne reformy prawa podatkowego ukierunkowane są wprost na ograniczenie przywilejów podatkowych. Utrzymana pozostaje zasada, że inwestor – wspólnik spółki osobowej – może włączyć straty wynikające z zaangażowania w projekty do podstawy opodatkowania PIT. Tym samym podatnicy o wysokiej krańcowej stawce podatkowej angażują się w projekty, aby uzyskać instrument planowania podatkowego. Stąd obliczona *ex post* lub projektowana stopa zwrotu z inwestycji netto kształtuje się na wyższym poziomie na skutek (przejściowego) uwzględnienia efektów podatkowych.

Wyłączenie odpowiedzialności wspólnika jest zagwarantowane przez wykorzystanie struktury spółki komandytowej. Na etapie założycielskim komplementariuszem (odpowiada bez ograniczeń) spółki zostaje

nisko kapitałowa spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, której udziałowcem jest podmiot zależny od aranżera transakcji. W celu uniknięcia konsolidacji tych spółek udziałowcami często są osoby fizyczne szczególnego zaufania, które związane są z aranżerem odpowiednimi umowami. Ponadto spółka komandytowa zakładana jest przez kilku komandytariuszy wnoszących symboliczne wkłady w celu zarejestrowania tego podmiotu zgodnie z wymogami prawa. Spółka komandytowa zakładana jest na czas nieograniczony, a w trakcie transakcji jej komandytariuszami mogą być osoby fizyczne i prawne (inwestorzy). Spółka jest zarządzana i reprezentowana przez komplementariusza (sp. z o. o. zależną od aranżera). Podstawowe funkcje na tym obszarze są przedmiotem umów z innymi podmiotami. Zawierane są przynajmniej dwie umowy:

- o (odpłatnym) administrowaniu sprawami spółki i komplementariuszy (obsługa rejestru sądowego, zwoływanie zgromadzeń wspólników, wypłata dywidend, pośrednictwo w obrocie udziałami komandytariuszy i in.) – zawierana najczęściej z aranżerem transakcji lub specjalistyczną kancelarią prawną,

- o (odpłatnym) nadzorze nad stanem technicznym obiektu – zawierana najczęściej z aranżerem transakcji lub wyspecjalizowanym podmiotem zarządzającym nieruchomościami.

Na podstawie uchwały wspólników prowadzona jest subskrypcja nowych udziałów i przyjmowani są do spółki nowi komandytariusze. Sprzedaż udziałów odbywa się za pośrednictwem bankowości prywatnej i objęta jest najczęściej gwarancją. Plasowanie prowadzone jest po otrzymaniu od sprzedającego notarialnej, nieodwołalnej oferty nabycia nieruchomości. Wcześniej zawierana jest także wiążąca prawnie umowa przedwstępna dzierżawy obiektu (np. hotelu) operatorowi lub najmu powierzchni. Często przypadkiem jest wsparcie transakcji zakupu nieruchomości lub remontu obiektu dodatkowym kredytem. Tym samym inwestor staje się komandytariuszem spółki o jasno określonym biznesie, dochodach skalkulowanych *pro forma* oraz jednoznacznym scenariuszu podatkowym. Komandytariusze nie odpowiadają za zobowiązania spółki. Nadwyżka finansowa wynikająca z różnicy między wpływami z najmu lub dzierżawy a kosztami administrowania obiektem i spółką (często też kosztami dodatkowego kredytu) jest wypłacana w formie dywidendy. Komandytariusz ma wiele praw majątkowych i korporacyjnych, w tym m.in. prawo do osobistej kontroli spraw spółki. Kwestie prawne związane z działaniem spółki są uregulowane w umowie z podmiotem pełniącym funkcje administracyjne. Udziały w spółce komandytowej są zbywalne, niemniej jednak nie organizuje się rynku takich udziałów. W praktyce obrót dokonuje się poprzez ogłoszenia i maklerów. Pomimo że spółka jest zakładana na czas nieograniczony, statut przewiduje możliwość jej likwidacji, np. w przypadku sprzeda-

Tabela 1 Wartość projektów zrealizowanych przez spółki osobowe na rynku niemieckim (w mld euro)

Rok	Wartość nowych projektów	w tym: pozyskany kapitał własny
1997	12,31	6,01
1998	13,37	6,36
1999	13,01	6,10
2000	9,74	4,66
2001	9,02	4,36

ży nieruchomości, na skutek uchwały wspólników lub ogłoszenia upadłości. Tworzenie i kształt instytucjonalny spółek komandytowych wiąże się z wieloma szczególnymi problemami prawnymi, które wymagają weryfikacji w polskim prawie cywilnym i handlowym.

Spółki komandytowe są atrakcyjną formą inwestowania w pojedyncze nieruchomości komercyjne. Aranżer może zaprojektować inwestycję na różnych etapach cyklu inwestycyjnego (faza deweloperska, zakup od dewelopera, zakup przed remontem lub po remoncie, dzierżawa lub najem dla jednego lub wielu podmiotów). Kapitał własny pochodzący z wkładów komandytariuszy może być lewarowany kredytem, co powoduje dalsze konsekwencje dla rentowności projektu i rozkładu dywidend w czasie (a co za tym idzie obciążeń podatkowych). Niewątpliwym zaletom takich „wehikułów inwestycyjnych” towarzyszą jednak pewne niedogodności. Najważniejszą jest niewielka płynność inwestycji oraz wysokie koszty administrowania spółką komandytową. Na rynku niemieckim obserwuje się obecnie kryzys tej formy inwestowania ze względu na zmiany przepisów podatkowych. Wartość plasacji nowych projektów na rynku niemieckim przedstawiono w tabeli 1³.

Fundusze inwestycyjne (rynek niemiecki)

Niemieckie prawo o funduszach inwestycyjnych⁴ zostało skonstruowane według nieco innych zasad niż obowiązujące prawo polskie. Ogólnie można stwierdzić, że istnieje większa zbieżność zastosowanego aparatu pojęciowego z opracowanym w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd projektem nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych. W obu krajach prowadzone są obecnie istotne prace legislacyjne w tej dziedzinie, co wynika z harmonizacji prawa krajowego z regulacjami dyrektywy UCITS⁵. Obecna praktyka rynkowa w Niemczech opiera się na stanie prawnym z 1998 r. Szczególnie istotna różnica w stosunku do prawa polskiego polega na tym, że definiuje się jedynie pojęcie funduszu inwestycyjnego bez dalszego rozróżnienia

funduszy otwartych, zamkniętych i specjalistycznych. W regulacjach dotyczących szczególnych typów funduszy zostały bliżej określone fundusze nieruchomości. Dlatego informacje przedstawione w niniejszym rozdziale można przypisać znanym w polskim prawie specjalistycznym funduszom otwartym, z tą jednak różnicą, że ich portfel inwestycyjny powinien składać się z nieruchomości.

Większość systemowych przepisów, odnoszących się m.in. do formy prawnej, kapitału, nadzoru, jednostek uczestnictwa, depozytariusza, wyceny jest bardzo podobna do regulacji prawa polskiego. Charakterystyka funduszu nieruchomości obejmuje następujące regulacje szczególne:

A. Nieruchomości funduszu

- Środki funduszu mogą być lokowane w nieruchomości komercyjne, mieszkaniowe, gdy mieszkania przeznaczone są do wynajęcia oraz obiekty wielofunkcyjne.
- Projekty w trakcie budowy, o ile proces inwestycyjny jest odpowiednio zaplanowany, a termin realizacji inwestycji nie jest zagrożony, mogą stanowić do 20% aktywów funduszu.
- Niezabudowane działki gruntowe o przeznaczeniu budowlanym mogą stanowić do 20% aktywów funduszu.
- Jeżeli przewiduje to statut funduszu oraz oczekiwania odnośnie do dochodowości takiej inwestycji, możliwe jest także zaangażowanie środków funduszu w inne formy własności nieruchomości, np. współwłasność, prawo wieczystego użytkowania. Wymienione nieruchomości nie mogą stanowić więcej niż 15% aktywów funduszu.
- Ustanowiono szczególne warunki inwestowania w krajach należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, przy czym wartość inwestycji w walutach obcych nie może być wyższa niż 30% aktywów.
- Wprowadzono zakaz włączania do funduszu nieruchomości stanowiących własność TFI, podmiotu zależnego lub dominującego.

B. Spółki obiektowe

Fundusz może nabywać udziały w spółkach obiektowych, o ile statut to przewiduje, a spółki spełniają okre-

³ VGI – Verband Geschlossener Immobilienfonds, Frankfurt 2002.

⁴ Ustawa niemiecka: Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG).

⁵ Ustawy niemieckie: Viertes Finanzförderungsgesetz, Investmentmodernisierungsgesetz oraz projekt ustawy o funduszach inwestycyjnych (KPWiG).

ślone kryteria prawne i ekonomiczne (ograniczenia co do przedmiotu działalności, wymóg większości głosów, obowiązek wyceny udziałów).

- Fundusz może na warunkach rynkowych udzielić pożyczki spółce obiektowej, której jest udziałowcem, przy czym pożyczka nie może być wyższa niż 50% wartości nieruchomości, a suma udzielonych pożyczek może stanowić 10% aktywów funduszu.

- Spółka obiektowa jest zobowiązana do sporządzania miesięcznych sprawozdań finansowych, które są przekazywane do funduszu oraz depozytariusza i służą obliczeniu wartości netto jednostki uczestnictwa. Raporty roczne badane są przez biegłych rewidentów.

- W rocznym sprawozdaniu finansowym spółki obiektowej należy uwzględnić nieruchomości według wyceny dokonanej przez biegłych rzeczoznawców funduszu. Biegli wyceniają nieruchomości przed objęciem udziałów w spółce obiektowej, a potem przynajmniej raz w roku. Wartość udziałów w spółce obiektowej obliczana jest jako różnica między wartością nieruchomości a wartością rynkową innych aktywów spółki oraz jej zobowiązań.

- Wpływy pieniężne funduszu z tytułu udziałów w spółce obiektowej przekazywane są na konto depozytariusza.

C. Zarządzanie ryzykiem

- Wartość pojedynczej nieruchomości nie może w chwili nabycia przekraczać 15% wartości aktywów funduszu, a suma wartości wszystkich nieruchomości o wartości jednostkowej przekraczającej 10% aktywów funduszu nie może być wyższa niż 50% tych aktywów. Przy obliczaniu tych wskaźników nie uwzględnia się udzielonych przez fundusz pożyczek. Przez pojęcie pojedynczej nieruchomości rozumie się tu także kompleks składający się z kilku obiektów.

- Aktywa funduszu mogą składać się jedynie z nieruchomości stanowiących jego własność.

D. Znaczenie depozytariusza

- Fundusz może dysponować nieruchomościami (oraz udziałami w spółkach obiektowych) jedynie za zgodą depozytariusza. Czynność prawna wykonana bez zgody depozytariusza nie jest skuteczna prawnie wobec posiadaczy jednostek uczestnictwa w funduszu.

- Obowiązek uzyskania zgody depozytariusza na dysponowanie nieruchomością powinien być wpisany do księgi wieczystej nieruchomości. Wpis powinien być dokonany na wniosek funduszu, a depozytariusz ma prawo kontroli wykonania tego obowiązku przez fundusz.

- Depozytariusz prowadzi rachunek pieniężny funduszu, kontroluje przepływy pieniężne oraz spółek obiektowych.

E. Zespół rzeczoznawców

- Według zasad wymienionych w statucie fundusz powołuje zespół rzeczoznawców uprawnionych do wyceny nieruchomości. Osoby powołane do zespołu muszą spełniać określone kryteria merytoryczne i etyczne oraz mogą pełnić tę funkcję nie dłużej niż 5 lat.

- Rzeczoznawcy muszą spełniać kryteria niezależności, które są w praktyce zbliżone do wymagań stawianych biegłym rewidentom.

F. Zarządzanie nieruchomością

- Statut funduszu musi określać, jaka część dochodu z nieruchomości może być przeznaczona na reinwestycję w celu utrzymania właściwego stanu technicznego nieruchomości.

G. Sprawozdania finansowe funduszu

- Fundusz sporządza półroczne i roczne sprawozdania finansowe, w których podaje między innymi strukturę i wartość rynkową posiadanych nieruchomości.

H. Płynność

- Fundusz utrzymuje rezerwę płynności w wysokości przynajmniej 5% wartości aktywów netto.

- Ustawa określa wiele warunków szczegółowych odnośnie do jakości tych lokat.

I. Odmowa umorzenia jednostki uczestnictwa

- Fundusz może odmówić inwestorowi wypłaty kwoty należnej z tytułu umorzenia jednostki uczestnictwa przez okres wymieniony w statucie, jeżeli pozostające do dyspozycji funduszu rezerwy płynności nie są wystarczające do jednoczesnego zagwarantowania należytego stanu technicznego nieruchomości oraz wypłat z tytułu umorzenia jednostek uczestnictwa.

- Jeżeli po upływie terminu fundusz nadal nie dysponuje środkami pieniężnymi na ten cel, należy sprzedać część nieruchomości znajdujących się w jego portfelu inwestycyjnym. Do momentu sprzedaży, nie dłużej jednak niż przez rok, fundusz może odmówić umorzenia jednostki uczestnictwa.

- Jeżeli po upływie tego terminu ze względu na warunki rynkowe uniemożliwiające sprzedaż nieruchomości po cenie godziwej fundusz nadal nie dysponuje środkami pieniężnymi, możliwe jest zaciągnięcie pożyczek pod zastaw nieruchomości znajdujących się w jego portfelu inwestycyjnym. Pożyczki są spłacane z przychodów ze sprzedaży nieruchomości, gdy transakcja sprzedaży może być dokonana ze względu na zmianę uwarunkowań rynku nieruchomości.

- Organ nadzoru musi być niezwłocznie poinformowany o zaciągnięciu i spłacie pożyczki.

J. Sprzedaż lub obciążenie nieruchomości

- Sprzedaż i obciążenie nieruchomości lub udziałów w spółkach obiektowych mogą być dokonane po cenie zbliżonej do wyceny przez rzeczoznawców funduszu. Można tego dokonać po cenie niższej niż wycena rzeczoznawców, o ile z przepisów prawa o planowaniu przestrzennym wynika, że nieruchomość musi być przeznaczona na cele użyteczności publicznej, dokonywana jest zamiana nieruchomości lub fundusz dokupuje określoną działkę, aby zwiększyć wartość posiadane-go już zasobu.

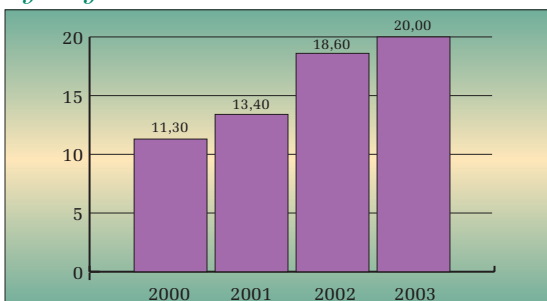
- Zgodne z racjonalną polityką inwestycyjną obciążenie nieruchomości lub przelew wierzytelności z tytułu tego obciążenia mogą być dokonane za zgodą depozytariusza, o ile przewiduje to statut funduszu, a transakcja realizowana jest po cenach rynkowych. Wartość wszystkich obciążeń nieruchomości nie może przekraczać 50% wartości rynkowej nieruchomości funduszu. Powyższe zasady mają zastosowanie do czynności prawnych wykonywanych przez spółki obiektowe.

- Czynność dokonana z pominięciem przedstawionych powyżej zasad jest prawnie skuteczna.

Oprócz funduszu nieruchomości przewiduje się także możliwość tworzenia drugiej szczególnej formy funduszy, a mianowicie funduszy mieszanych inwestujących w nieruchomości i papiery wartościowe. Regulacje w tym zakresie są zbliżone do wymienionych powyżej. Istotną różnicą są zasady polityki inwestycyjnej. Nieruchomości, udziały w spółkach obiektowych lub (o ile statut na to pozwala) jednostki uczestnictwa funduszy nieruchomości mogą stanowić łącznie 30%, nie mniej jednak niż 10% wartości aktywów funduszu. Dolna granica 10% musi być osiągnięta po roku działalności. Pojedyncza nieruchomość może mieć wartość maksimum 15% wartości aktywów funduszu.

Znaczenie funduszy nieruchomości na rynku istotnie zwiększyło się w ostatnich latach. Świadczy o tym wzrost udziału aktywów tej grupy funduszy w akty-

Wykres 1 Udział aktywów funduszy nieruchomości w aktywach funduszy inwestycyjnych ogółem w Niemczech



wach funduszy ogółem na rynku niemieckim. Tendencja ta została przedstawiona na wykresie 1⁶.

Wartość aktywów funduszy nieruchomości wzrosła z 13,7 mld euro w 1992 r. do 84,6 mld euro w 2003 r. Bardzo istotnym czynnikiem wpływającym na rozwój tego segmentu inwestycyjnego było wprowadzenie euro. Oprócz niewątpliwych pozytywnych efektów dla całego rynku kapitałowego doszło do zmiany wykładni przepisów regulujących ograniczenia inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych. Zakup nieruchomości w innych krajach strefy euro jest obecnie traktowany analogicznie jak inwestycja na rynku wewnątrzniemieckim. Zaangażowanie w innych krajach pozwoliło na poprawę dywersyfikacji portfeli nieruchomości oraz nabycie rentownych obiektów, szczególnie w krajach Beneluksu, Wielkiej Brytanii i w Europie Południowej. Ta pozytywna tendencja wynikała także z korzystnych zmian po stronie popytowej związanych z wprowadzeniem euro. Inwestycje towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych czy banków dokonywane są obecnie w całej strefie euro. Szczególnie istotna dla rynku okazała się zmiana polityki lokacyjnej towarzystw ubezpieczeniowych, które powinny inwestować 80% rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w walucie, w której realizują przychody. Obecnie tą walutą jest euro. Kolejną pozytywną tendencją rynkową okazało się umiędzynarodowienie operacji na rynku nieruchomości⁷. Dane za ostatni rok wskazują, że 60% nowych inwestycji niemieckich funduszy nieruchomości dokonywanych jest poza granicami Niemiec.

Mocne i słabe strony analizowanych form inwestowania

Przedstawione formy pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości – z wykorzystaniem konstrukcji prawnej spółki akcyjnej, spółki osobowej lub funduszu inwestycyjnego – charakteryzują się specyficznymi cechami. Determinują one decyzje po stronie podaży (właściciele nieruchomości i deweloperów) oraz po stronie popytu (inwestorzy indywidualni i instytucjonalni).

Dla właścicieli nieruchomości podstawowe znaczenie mają parametry transakcji sprzedaży nieruchomości lub spółki obiektowej inwestorom pośrednim (cena, forma płatności, koszty transakcyjne). Z tych powodów w praktyce rynkowej dochodzi najczęściej do sprzedaży udziałów w spółkach obiektowych, gdyż jest to najtańszy sposób transferu własności. Gdy właściciel

⁶ Wszystkie dane statystyczne odnośnie do funduszy inwestycyjnych zostały zacytowane na podstawie opracowania: *Open-Ended Real Estate Investment Funds. An Investment in Solid Value*. BVI (Bundesverband Investment und Asset Management), Frankfurt 2003.

⁷ Szczegółowy opis wpływu globalizacji oraz wprowadzenia euro na rynek nieruchomości – por. P. Rivlin: *Internationalisierung der Immobilienfinanzierung*. W: *Handbuch Immobilien-Banking*. Köln 2002, Rudolf Müller Verlag.

Tabela 2 *Mocne i słabe strony form inwestowania na rynku nieruchomości z punktu widzenia inwestora*

Kryterium	Inwestycja bezpośrednia	Spółka osobowa	Fundusz inwestycyjny	Spółka akcyjna
Stopa zwrotu netto w % (rynek niemiecki)	4,7	6,5	5,0	8,0
Wycena inwestycji	bardzo trudna	trudna	wycena jednostki	kurs akcji
Ryzyko inwestycyjne	średnie	średnie	niskie	wysokie
Płynność inwestycji	niska	niska	wysoka	wysoka
Koszty transakcyjne	bardzo wysokie	wysokie	niskie	niskie
Efekt dywersyfikacji portfela nieruchomości	niewielki	średni	wysoki	wysoki
Efekt dywersyfikacji portfela z innymi klasami aktywów	wysoki	wysoki	wysoki	średni
Kontrola ze strony inwestora	wysoka	wysoka	niska	niska
Wpływ inwestora na politykę biznesową	pełny	ograniczony	niewielki	niewielki
Wpływ inwestora na politykę inwestycyjną	własne decyzje	ograniczony	niewielki	niewielki
Możliwości planowania podatkowego	bardzo szerokie	szerokie	nieznaczne	nieznaczne

Źródło: B. Essler: *Private Banking Immobilien. Frankfurt 1988, Fritz Knapp Verlag.*

jest profesjonalnym podmiotem działającym na rynku (deweloperem), duże znaczenie ma problem zarządzania nieruchomością przenoszona do portfela inwestora pośredniego. Usługi zarządzania stanowią osobny biznes i dlatego sprzedający dąży do otrzymania zlecenia w tym zakresie od nabywcy obiektu. Tym samym z punktu widzenia łańcucha wartości biznesowej poszczególne podmioty inwestycyjne mają różne możliwości czerpania korzyści z cyklu życia obiektu. Najszerszy zakres *value chain* jest przedmiotem działalności spółek akcyjnych (działalność deweloperska, zarządzanie nieruchomościami, najem, sprzedaż). Przedsięwzięcia realizowane przez fundusze inwestycyjne są bardzo ograniczone i obejmują jedynie zakup, najem i sprzedaż nieruchomości. Spółki osobowe mogą być konstruowane w bardzo indywidualny sposób i mogą definiować swój biznes bardzo szeroko (w skrajnych przypadkach nawet jako podmioty deweloperskie) lub wąsko (podobnie jak fundusze czerpać zyski jedynie z wynajmu i sprzedaży nieruchomości).

Z punktu widzenia inwestorów poszczególne formy prawne charakteryzują się różnym stopniem ryzyka, a co za tym idzie różnym stopniem zainteresowania ze strony poszczególnych klas inwestorów. W tym kontekście należy stwierdzić, że forma prawna może wywierać negatywny lub pozytywny wpływ na decyzje inwestora. Można więc mówić o mocnych i słabych stronach danej formy prawnej z punktu widzenia inwestora portfelowego. Nabiera to szczególnego znaczenia, gdy rozpatruje się alternatywę inwestycji bezpośredniej w nieruchomości oraz uwzględni wymagania prawne stawiane przez profesjonalnych inwestorów portfelowych (fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe). Zestawienie głównych kryteriów oceny mocnych i słabych stron form pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości w porównaniu z inwestycją bezpośrednią przedstawiono w tabeli 2.

Porównanie niemieckiego i polskiego funduszu nieruchomości

Porównanie konkretnych rozwiązań prawnych i rynkowych w zakresie funduszy inwestycyjnych w Polsce i Niemczech zostanie dokonane na podstawie jednego z największych funduszy niemieckich DEGI Grundwert-Fonds – oraz CA IB Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Sektora Nieruchomości. Funduszu DEGI jest funduszem otwartym o konstrukcji typowej dla rynku niemieckiego. Powstał w 1972 r., a obecna wartość jego aktywów netto przekracza 7 mld euro. Udziałowcami TFI w formie prawnej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością są Dresdner Bank (94%) oraz towarzystwo ubezpieczeniowe R+V Versicherung (6%). Jak już wspomniano, pojęciem „fundusz zamknięty” określa się na rynku niemieckim spółki komandytowe i cywilne inwestujące w nieruchomości.

Konstrukcja funduszu CA IB FIZ bardzo dobrze odzwierciedla obowiązujący w naszym kraju konsensus co do instytucjonalnych rozwiązań funduszy nieruchomości. W szczególności powszechnie akceptowany jest wybór funduszu zamkniętego. Inne zapowiadane publicznie fundusze nieruchomości są także planowane w tej formie prawnej, bowiem wydaje się ona najbardziej przydatna do inwestowania w nieruchomości.

Ponieważ emisja tego funduszu (podobnie jak aranżowanych wcześniej przez inne TFI) nie zakończyła się powodzeniem, jednym z celów porównań będzie próba poszukiwania przyczyn takiej sytuacji. Duże znaczenie ma tu zbadanie, co stanowi barierę rozwoju tego segmentu inwestycyjnego na rynku polskim – czy regulacje rynku kapitałowego i (lub) rynku nieruchomości, czy postawa inwestorów. Zestawienie cech wybranych funduszy przedstawiono w tabeli 3.

Porównanie polskich i niemieckich rozwiązań prawna o funduszach inwestycyjnych pozwala na stwierdzenie, że mamy do czynienia z dwoma całkowicie od-

Tabela 3 Porównanie wybranych funduszy nieruchomości na rynku niemieckim i polskim

DEGI Grundwert-Fonds	CA IB FIZ Sektora Nieruchomości
Fundusz (powierniczy)	Fundusz (inwestycyjny)
<ul style="list-style-type: none"> Otwarty Aktywa funduszu stanowią własność TFI, które zarządza nimi na zasadzie powiernictwa. Jednostki uczestnictwa są zbywalne na rzecz osób trzecich (inaczej niż w polskich funduszach otwartych). Jednostki uczestnictwa są wystawiane i umarzane bez ograniczeń. TFI zastrzega sobie prawo czasowego lub całkowitego wstrzymania wystawiania lub umarzania jednostek. Brak organów kontrolnych, w których reprezentowani są inwestorzy. 	<ul style="list-style-type: none"> Zamknięty Fundusz jest osobą prawną, TFI jest organem funduszu, aktywa stanowią własność funduszu. Certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi, które mogą być dopuszczone do publicznego obrotu i zbywane na warunkach przewidzianych w ustawie, w tym w szczególności na rynku regulowanym. Fundusz tworzy Radę Inwestorów jako organ kontrolny (prawo udziału w Radzie ma inwestor reprezentujący 5% certyfikatów).
Forma prawna TFI	Forma prawna TFI
<ul style="list-style-type: none"> Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (94% Dresdner Bank, 6% R+V). Nadzór instytucji skonsolidowanego nadzoru finansowego. Minimalny wymagany kapitał zakładowy – 2,5 mln euro, faktyczne fundusze własne – 327 mln euro. Brak doradców inwestycyjnych. 	<ul style="list-style-type: none"> Spółka akcyjna (84% podmioty grupy BACA, 16% EBOR). Nadzór Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Minimalny wymagany kapitał zakładowy – 3 mln zł, faktyczne fundusze własne – 6 mln zł. Wymóg zatrudnienia dwóch doradców inwestycyjnych.
Depozytariusz	
<ul style="list-style-type: none"> Dresdner Bank (akcjonariusz TFI), członkowie zarządu depozytariusza zasiadają w radzie nadzorczej TFI. Wymóg zgody depozytariusza na sprzedaż lub obciążenie nieruchomości, dysponowanie przez TFI udziałami w spółkach obiektowych, dysponowanie nieruchomością przez spółkę obiektową oraz zmianę umowy spółki obiektowej Wpisy w księgach wieczystych nieruchomości, że TFI nie może dysponować nieruchomością bez zgody depozytariusza. Wpisy w aktach rejestrowych spółek obiektowych, że TFI nie może dokonać zmian w statucie bez zgody depozytariusza. Inne obowiązki depozytariusza podobne jak w prawie polskim 	<ul style="list-style-type: none"> Bank BPH (podmiot zależny od BACA). Zgodnie z polskim prawem depozytariusz nie może być akcjonariuszem TFI zarządzającego funduszem, którego aktywa rejestruje, a członkowie organów depozytariusza nie mogą być członkami władz TFI. Obowiązki depozytariusza wobec Funduszu oraz Uczestników Funduszu. Reprezentowanie interesów uczestników Funduszu wobec TFI. Brak bezpośrednich zapisów nt. uprawnień depozytariusza co do nieruchomości funduszu.
Struktura portfela inwestycyjnego	
<ul style="list-style-type: none"> Przynajmniej 5% aktywów funduszu powinno być utrzymywane w papierach wartościowych rynku pieniężnego o wysokiej jakości inwestycyjnej (płynność minimalna). Co najwyżej 49% aktywów funduszu może być zaangażowane w papiery wartościowe rynku pieniężnego (płynność maksymalna). Przy obliczaniu płynności maksymalnej należy pominąć środki: niezbędne na administrowanie nieruchomością, przewidziane na wypłatę udziału w dochodach funduszu, niezbędne do zaspokojenia zobowiązań z tytułu zakupu nieruchomości lub umów budowlanych o terminie wymagalności do dwóch lat. 	<ul style="list-style-type: none"> Podział portfela na portfel tymczasowy (inwestycje o wysokiej płynności) i portfel docelowy (inwestycje w nieruchomości). Udział portfela tymczasowego może wynosić od 0 do 100%, przy czym na koniec drugiego roku działalności funduszu będzie mniejszy niż 50%, a w ostatnim roku działalności funduszu przekroczy 50% portfela inwestycyjnego. Udział portfela docelowego powinien wynosić docelowo 80% wartości aktywów funduszu; na koniec drugiego roku powinien być większy niż 50%, a w ostatnim roku mniejszy niż 50%.

Portfel inwestycji płynnych

- Lokaty bankowe
- Certyfikaty depozytowe banków, papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane albo poręczane przez Skarb Państwa, kraje federalne, państwa UE lub OECD, papiery wartościowe dopuszczone do operacji otwartego rynku z EBC lub Bundesbankiem.
- Papiery wartościowe powinny mieć termin do wykupu nie dłuższy niż 12 miesięcy.
- Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego.
- Papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane bądź poręczane przez Skarb Państwa lub NBP.
- Listy zastawne
- Papiery wartościowe, mające rating na poziomie inwestycyjnym przyznany przez Standard & Poor's Corporation lub Moody's Investors Services.
- Wierzytelności pieniężne, w szczególności lokaty PLN, euro, USD
- Prawa pochodne
- Lokaty Portfela Tymczasowego nie będą dokonywane poza granicami kraju

Portfel nieruchomości

- Nieruchomości położone w krajach UE lub w krajach, które są stroną umowy o Wspólnym Obszarze Gospodarczym
- Nieruchomości o użytkowaniu gospodarczym, mieszkaniowym (do wynajęcia) i mieszanym
- Obiekty w budowie
- Działki gruntowe w celu zabudowy na zlecenie i na ryzyko funduszu.
- Dziedziczne prawo zabudowy (Erbbaurecht), wieczyste prawo użytkowania lub inne prawa o podobnym charakterze za granicą.
- Prawo współwłasności nieruchomości i praw wymienionych powyżej.
- Udziały w spółkach obiektowych (z wieloma dalszymi warunkami prawnymi odnośnie do kontroli spółek).
- Udziały w sp. z o. o. lub akcje spółek niedopuszczonych do publicznego obrotu, których własnością są nieruchomości komercyjne. Dodatkowo w ramach Portfela Docelowego:
 - obiekty biurowe mogą stanowić do 80%
 - obiekty handlowe mogą stanowić do 65%
 - obiekty magazynowe mogą stanowić do 50%
 - inne obiekty komercyjne mogą stanowić do 30% wartości aktywów funduszu.
- Obiekty stanowiące własność spółek obiektowych muszą być ukończone, przynajmniej w części wynajęte i zabezpieczone umowami najmu.
- Dłużne papiery wartościowe emitowane przez podmioty wymienione powyżej.
- Wierzytelności wobec podmiotów wskazanych w pkt. 1 oraz podmiotów prowadzących działalność w zakresie obsługi nieruchomości (udział tych wierzytelności może wynosić od 0 do 40% wartości aktywów funduszu).
- Fundusz może inwestować nie więcej niż 20% swych aktywów w udziały i akcje spółek posiadających nieruchomości zlokalizowane poza granicami kraju.

Prawa pochodne

- Portfel inwestycyjny może zawierać prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat oraz transakcje terminowe przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu, dla zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym związanym z posiadaniem przez fundusz lub spółki, w które zainwestował fundusz, aktywów bądź zobowiązań w walutach obcych
- Portfel tymczasowy i portfel docelowy mogą zawierać: papiery wartościowe wymienione w art. 3 ust. 3 ustawy o publicznym obrocie (prawa pochodne), inne prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat oraz transakcje terminowe przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu, dla zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym związanym z posiadaniem przez fundusz lub spółki, w które zainwestował fundusz, aktywów bądź zobowiązań w walutach obcych.

Zabezpieczenia pozycji walutowej

- W przypadku inwestycji w instrumenty wyrażone w walucie obcej dopuszczalne jest zawarcie transakcji redukującej ryzyko walutowe (celem zawarcia tej transakcji terminowej jest w tym przypadku ograniczenie ryzyka spadku wartości inwestycji liczonej w euro w wyniku zmiany kursu euro względem waluty obcej, w której dokonywane są inwestycje).
- W przypadku inwestycji w instrumenty wyrażone w walucie obcej – zarówno w portfelu tymczasowym, jak i docelowym – dopuszczalne jest zawarcie transakcji redukującej ryzyko walutowe (celem zawarcia tej transakcji terminowej jest w tym przypadku ograniczenie ryzyka spadku wartości inwestycji liczonej w PLN w wyniku zmiany kursu PLN względem waluty obcej, w której dokonywane są inwestycje).

Kredytowanie	
<ul style="list-style-type: none"> • Fundusz może obciążać nieruchomości za zgodą deponentariusza do 50% wartości rynkowej wszystkich posiadanych nieruchomości. • Fundusz może ponadto zaciągać – także za zgodą deponentariusza – kredyty i pożyczki krótkoterminowe o wartości do 10% aktywów funduszu, o ile nie została przekroczona granica 50%. • Wartość pożyczek udzielonych przez fundusz spółkom obiektowym nie może przekraczać 10% aktywów funduszu, przy czym pożyczka udzielona spółce obiektowej nie może być wyższa niż 50% wartości posiadanej przez spółkę nieruchomości. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fundusz może zaciągać wyłącznie w bankach, pożyczki i kredyty o terminie spłaty do roku, w łącznej wysokości nie przekraczającej 50% wartości aktywów netto funduszu w chwili zaciągania tych pożyczek i kredytów.
Dywersyfikacja portfela	
<ul style="list-style-type: none"> • Wartość pojedynczej nieruchomości lub udziałów w spółce obiektowej w chwili nabycia nie może przekraczać 15% wartości aktywów funduszu. • Wartość nieruchomości pozostających własnością spółek obiektowych nie może przekraczać 20% aktywów funduszu. • Wartość depozytów lub certyfikatów depozytowych jednego banku nie może przekraczać 10% wartości aktywów funduszu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot, wierzycielności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie nie mogą stanowić więcej niż 10% wartości aktywów funduszu. • Listy zastawne wyemitowane przez jeden bank hipoteczny nie mogą stanowić więcej niż 25% wartości aktywów funduszu. • Waluta obca jednego państwa nie może stanowić więcej niż 10% wartości aktywów funduszu.
Sposób podejmowania decyzji inwestycyjnych	
<ul style="list-style-type: none"> • Decyzje inwestycyjne podejmuje TFI • Brak informacji na temat usług doradczych (usługi doradcze świadczą prawdopodobnie podmioty grupy Dresdner Banku, co wynika z analizy składu zarządu TFI). 	<ul style="list-style-type: none"> • TFI zawarło umowę z profesjonalnym doradcą w zakresie inwestowania na rynku nieruchomości (Celtic Asset Management). • Dwuetapowy proces decyzyjny.
Specjalistyczna informacja na temat rynku nieruchomości	
<ul style="list-style-type: none"> • Prospekt zawiera bardzo dokładną analizę rynku nieruchomości. • TFI publikuje materiały informacyjne na temat tendencji rynkowych. 	<ul style="list-style-type: none"> • Prospekt nie zawiera profesjonalnej analizy rynku nieruchomości. • TFI nie ma doświadczeń na rynku nieruchomości i nie publikuje materiałów informacyjnych na temat rynku. • Specjalistyczny partner – Celtic Asset Management – nie został bliżej zaprezentowany w prospekcie.
Wycena nieruchomości (rzecoznawcy)	
<ul style="list-style-type: none"> • Rzecoznawcy są powoływani na 5 lat z możliwością ponownego wyboru. • Nazwiska 5 rzeczoznawców podane są w prospekcie funduszu. • Procedura: utworzenie 9 trzyosobowych komitetów wyceniających, specjalizacja regionalna i branżowa rzeczoznawców. • Charakterystyka metodyki wyceny dochodowej. 	<ul style="list-style-type: none"> • Udziały w spółkach obiektowych, których własnością są nieruchomości komercyjne wyceniane według wartości godziwej. Jej podstawę będzie stanowić skorygowana wartość aktywów netto takiej spółki obliczona poprzez odjęcie od oszacowanej łącznej wartości aktywów spółki łącznej wartości zobowiązań (...). Nieruchomości wchodzące w skład aktywów takiej spółki będą wyceniane zgodnie z zasadami określonymi w ustawie z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (...). Wycena będzie dokonywana przez rzeczoznawców majątkowych, o których mowa w tej ustawie. • Brak dalszych informacji na temat procedury wyceny i rzeczoznawców.
Udział w dochodach funduszu	
<ul style="list-style-type: none"> • Powstałe w danym okresie i niewykorzystane w celu pokrycia kosztów dochody są wypłacane uczestnikom funduszu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Uczestnik Funduszu ma prawo do udziału w dochodach Funduszu wypłacanych przez Fundusz.

<ul style="list-style-type: none"> Fundusz może wypłacać dochody Uczestnikom po zakończeniu każdego roku rozrachunkowego. 	<ul style="list-style-type: none"> Fundusz może wypłacać dochody Uczestnikom po zakończeniu każdego półrocza kalendarzowego.
Koszty emisyjne (dystrybucyjne)	
<ul style="list-style-type: none"> 5% różnicy pomiędzy ceną nabycia a WAN na jednostkę uczestnictwa. 	<ul style="list-style-type: none"> Oplata manipulacyjna do 2% ceny emisyjnej certyfikatu.
Oplata za zarządzanie funduszem	
<ul style="list-style-type: none"> 0,65% wartości aktywów funduszu na koniec roku (z możliwością kwartalnej wypłaty zaliczkowej). 	<ul style="list-style-type: none"> Stała wynosząca 3,5 średniej wartości aktywów netto (2,6% w okresie, zanim portfel docelowy osiągnie 50% wartości funduszu). Zmienna stanowiąca 25% różnicy między sumą wartości bieżącej dochodów wypłaconych uczestnikom i wartości likwidacyjnej oraz wartości bieżącej wpłaty).
Koszty zarządzania nieruchomością	
<ul style="list-style-type: none"> Ponoszone i raportowane na poziomie funduszu w rachunku z wyniku operacji (odsetki, podatki, eksploatacja, remonty, administracja). Praktycznie wg raportu za 2002 r. na poziomie 1,5-2% wartości aktywów netto. 	<ul style="list-style-type: none"> Ponoszone na poziomie spółek obiektowych. Fundusz nie raportuje skonsolidowanego sprawozdania finansowego, w tym odrębnych bilansów spółek obiektowych. Koszty administrowania nieruchomością będą faktycznie pomniejszać wynik finansowy spółki obiektowej i wartość wyceny tych udziałów. W praktyce ocena i analiza kosztów zarządzania nieruchomościami mogą okazać się utrudnione.
Inne koszty funduszu	
<ul style="list-style-type: none"> Oplata dla TFI wynosząca 1,0% ceny nabycia w przypadku nabycia nowej nieruchomości. Oplata dla depozytariusza wynosząca 0,05% aktywów na koniec roku. 	<ul style="list-style-type: none"> Limit kosztów nabycia nieruchomości na poziomie 1,8% (limit kosztów zewnętrznych, nie opłat dla TFI). Oplata dla depozytariusza wynosząca 0,4% wartości aktywów netto.
Inwestorzy zagraniczni	
<ul style="list-style-type: none"> Bez ograniczeń 	<ul style="list-style-type: none"> Faktyczne ograniczenie dla TFI przepisami ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców.
Okres trwania i likwidacja	
<ul style="list-style-type: none"> Bez ograniczeń, faktyczny okres trwania funduszu od 1972 r. 	<ul style="list-style-type: none"> 5 lat z możliwością przedłużenia do 7 lat W przypadku likwidacji funduszu następuje umorzenie certyfikatów inwestycyjnych.

miennymi modelami takich instytucji. Niewątpliwą zaletą polskich regulacji jest stworzenie FIZ i SFIZ jako formy prawnej funduszy właściwej do angażowania się w aktywa o niskiej płynności (np. udziały w spółkach z o.o. lub nieruchomości). Wykorzystywany w Niemczech model funduszu otwartego wiąże się z poważnymi problemami z płynnością. W fazie powstawania rynku formuła FIZ i SFIZ wydaje się bardziej elastyczna i

nowoczesna. Poprzez notowanie certyfikatów na giełdzie możliwa jest wycena rynkowa tego papieru wartościowego, a co za tym idzie portfela nieruchomości funduszu. Znacznie niższe są również koszty emisji, obrotu i ewidencji certyfikatów. Jeżeli przyjąć, że przewidziana przez ustawodawcę forma prawna FIZ i SFIZ jest adekwatna do stanu rynku, to rozwiązania szczegółowe wybrane do realizacji mogą ostatecznie przesądzić

o sukcesie rynkowym danego projektu. Analizując propozycję CA IB oraz funduszu DEGI, można wskazać na następujące kwestie wymagające ponownego rozważania przez inicjatora funduszu nieruchomości na rynku polskim:

A. Rodzaj funduszu – FIO, FIZ, SFIZ

Ze względu na obecnie obowiązujące ograniczenia inwestycyjne FIO mogą zaangażować się na rynku nieruchomości jedynie przez akcje spółek nieruchomości. CA IB wybrał FIZ dla planowanego portfela o wartości do 400 mln zł. Wybór specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego jako modelu funduszu nieruchomości wydaje się lepiej odpowiadać zaangażowaniu w tę klasę aktywów. Fundusz taki może bezpośrednio nabywać prawo własności lub współwłasności nieruchomości (art. 102u), a także udziały w spółkach obiektowych. Przyjmując, że rynek nieruchomości znajduje się we wczesnym stadium rozwoju, to większa kontrola inwestora nad polityką funduszu, występująca z SFIZ, sprzyja jego przejrzystości i zaufaniu inwestorów. Tym samym projekt o charakterze deweloperskim może być realizowany w takiej właśnie formie. Można sformułować następującą zasadę. Tam, gdzie celem inwestowania jest uzyskiwanie dochodów z najmu już istniejących obiektów, lepszym modelem jest FIZ, a tam, gdzie oprócz tego motywu pojawia się także element deweloperski, korzystniejszym wariantem jest SFIZ. Niemniej jednak omawiana kwestia - FIZ czy SFIZ - będzie powracać w rozważaniach nad funduszami, gdyż różnice instytucjonalne między tymi funduszami nie są znaczące. W obecnych uwarunkowaniach rynkowych można zaryzykować tezę, że fakt niepowodzenia emisji CA IB powinien spowodować zwrócenie większej uwagi na model SFIZ. Certyfikaty funduszu mogłyby być również dopuszczone do publicznego obrotu, co ma duże znaczenie dla płynności i wyceny inwestycji.

B. Spółki obiektowe czy nieruchomości

W profesjonalnym obrocie nieruchomościami komercyjnymi podstawowe znaczenie mają nabycie i sprzedaż udziałów w spółkach obiektowych. Wybór dominującej formy inwestowania musi być jednak rozpatrywany w szerszym wymiarze, a mianowicie zarządzania obiektami pod względem handlowym, technicznym, prawnym, administracyjnym. Wymienione czynności mają podstawowe znaczenie dla dochodowości funduszu. Nie sposób wyobrazić sobie ich wykonywania przez TFI, ale równie nieefektywne jest podejmowanie tych działań przez zarządy spółek obiektowych. Wydaje się, że najbardziej efektywnym rozwiązaniem jest oddanie obiektów w zarządzanie specjalistycznemu podmiotowi (w ramach grupy kapitałowej lub poza

grupą). Dopiero wtedy można dokonać racjonalnego wyboru formy inwestowania. Bezpośredni zakup nieruchomości ułatwia relacje zleceniodawca (właściciel) – zleceniobiorca (Facility Manager). Z drugiej jednak strony przyjmując, że spółki obiektowe będą zarządzane centralnie przez jeden zarząd, można uzyskać podobne efekty także w tym modelu. Wadą prospektu CA IB jest m.in. brak wyczerpującej informacji na temat modelu zarządzania nieruchomościami, roli zarządów spółek obiektowych, funkcji doradcy Celtic Asset Management, sposobie rozliczania kosztów, limitowania kosztów.

C. Horyzont inwestycyjny (okres trwania funduszu)

CAIB proponuje fundusz o stosunkowo krótkim okresie istnienia, co wydaje się nie odpowiadać powszechnej opinii na temat długoterminowego charakteru takich inwestycji. Płynność zagwarantowana przez notowania giełdowe powoduje, że inwestor może w dowolnym momencie zrealizować inwestycję. Dlatego fundusz powinien mieć długi horyzont czasowy (nieograniczony lub kilkuletni z możliwością przedłużania), aby zakumulować wartość wynikającą z cyklu rynkowego.

D. Wycena nieruchomości

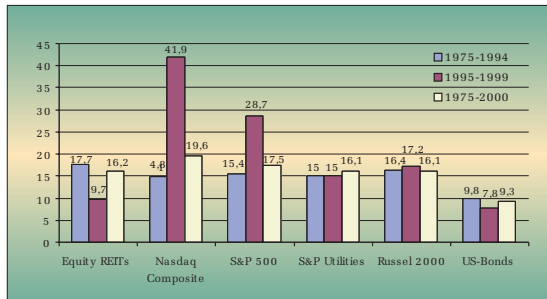
Prospekt DEGI zawiera szczegółowe informacje na temat osób dokonujących wycen oraz zasad i procedur wyceny nieruchomości. Dane na ten temat w prospekcie CAIB są mniej szczegółowe. Wydaje się, że bliższa informacja na ten temat zwiększa przejrzystość funduszu i zaufanie inwestora. W praktyce polskiego funduszu powinny więc znaleźć szersze odzwierciedlenie następujące rozwiązania zastosowane na rynku niemieckim:

- podanie nazwisk i krótkiej charakterystyki zawodowej rzeczoznawców dokonujących wycen,
- określenie kadencji tych osób i stwierdzenie, czy mogą, czy nie mogą być ponownie wybrane,
- publikacja oświadczenia o nieprowadzeniu działalności konkurencyjnej w stosunku do funduszu,
- poinformowanie o procedurze wyceny (jednoosobowo – kolegialnie)
- opis zasad wyceny dla poszczególnych rodzajów nieruchomości.

E. Koszty funduszu

Jak już wspomniano, duże znaczenie dla efektywności funduszu mają koszty, w szczególności zarządzania nieruchomościami. Innym istotnym elementem typowym dla nieruchomości jest wykorzystywanie kredytu hipotecznego w celu sfinansowania remontów, co

Wykres 2 Średnioroczna stopa zwrotu z podstawowych klas aktywów w latach 1975-2000 na rynku amerykańskim



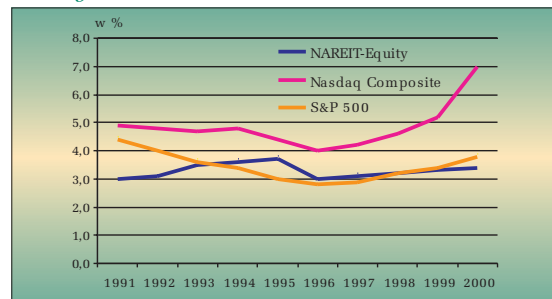
Źródło: *Investing in Real Estate Investment Trusts*. NAREIT-Research, November 2000.

powoduje pojawienie się odsetek jako ważnej pozycji kosztów. Stąd oprócz klasycznych kosztów funduszu inwestycyjnego (depozytariusz, zarządzanie funduszem, opłaty i prowizje maklerskie) pojawiają się pozycje specyficzne dla tej klasy aktywów. Przykład funduszu CA IB pokazuje, że planowane koszty mogą istotnie obciążać aktywa funduszu. Dlatego fundusz taki wymaga silniejszej kontroli przez inwestorów niż klasyczne fundusze papierów wartościowych. Funkcją taką spełnia rada inwestorów w FIZ oraz zgromadzenie inwestorów w SFIZ.

Znaczenie nieruchomości w portfelu inwestycyjnym

Nieruchomości traktowane są jako osobna klasa aktywów, która obok akcji, obligacji, walut, towarów (*commodities*) i instrumentów rynku pieniężnego stanowi przedmiot strategicznej alokacji aktywów (*asset allocation*). Omówione wcześniej formy pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości powodują, że zaangażowanie w tę klasę aktywów staje się dostępne dla szerokiego grona inwestorów, zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Inwestycje w nieruchomości charakteryzują się specyficzną stopą zwrotu i ryzykiem. Długookresowe badania na rynku amerykańskim

Wykres 3 Średnia krocząca pięcioletniego odchylenia standardowego miesięcznych stóp zwrotu z głównych klas aktywów na rynku amerykańskim



Źródło: jak do wykresu 2.

przedstawione na wykresie 2 pozwalają na charakterystykę tej klasy aktywów w porównaniu z klasycznymi alternatywami inwestycji kapitałowych.

Stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości, której wskaźnikiem jest indeks REIT, była zbliżona w całym badanym okresie do stopy zwrotu z akcji przedsiębiorstw użyteczności publicznej S&P Utilities oraz indeksu małych spółek Russel 2000. W latach 1975-1994 rentowność REIT była wyższa od indeksu szerokiego rynku akcji S&P 500. W całym badanym okresie widoczna jest przewaga rentowności inwestowania w akcje spółek technologicznych, co wiąże się niewątpliwie z hossą internetową. Niemniej jednak w latach 1975-1994 koniunktura na rynku nieruchomości była lepsza niż w sektorze technologicznym, czego wyrazem jest wyższa stopa zwrotu z REIT. Przedstawiona statystyka wskazuje jednoznacznie na cykliczny charakter poszczególnych rynków inwestycyjnych.

Stopa zwrotu powinna być rozpatrywana w powiązaniu z ryzykiem inwestycji. Za miarę ryzyka przyjęto pięcioletnią średnią krocząca odchylenia standardowego z miesięcznych stóp zwrotu poszczególnych klas aktywów. Dane przedstawione na wykresie 3 pozwalają jednoznacznie stwierdzić, że poziom ryzyka inwestycji w nieruchomości jest zasadniczo niższy niż inwestycji w akcje. Jest to bardzo widoczne w przypadku akcji sektora technologicznego. Niemniej jednak także w po-

Tabela 4 Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego z wykorzystaniem REITs (w %)

Struktura portfela	Portfel A	Portfel B	Portfel C
	REITs – 0%	REITs – 10%	REITs – 20%
Akcje	50	45	40
Obligacje	40	35	30
Bony	10	10	10
REITs	0	10	20
Stopa zwrotu z portfela	11,8	12,0	12,2
Ryzyko portfela	11,2	10,9	10,8

równaniu z indeksem szerokiego rynku S&P 500 obserwuje się niższy poziom odchylenia standardowego w całym badanym okresie.

Alokacja aktywów dokonywana jest w celu optymalizacji stopy zwrotu i ryzyka portfela. Dane empiryczne z rozwiniętych rynków pokazują, że włączenie nieruchomości do portfela pozwala na obniżenie jego ryzyka i wzrost rentowności. Potwierdzają to badania rynkowe z lat 1972-2001 prowadzone przez Ibbotson Associates. Prowadzą one do wniosku, że REITs stały się klasą aktywów o bardzo korzystnym wpływie na rentowność i ryzyko portfeli inwestycyjnych⁸. Zależność tę dla danych za lata 1972-2000 ilustruje tabela 4.

Pozytywny efekt dywersyfikacji portfela (wzrost stopy zwrotu i spadek ryzyka) wynika z niskiej korelacji stóp zwrotu inwestycji w REITs z innymi klasami aktywów. Porównanie współczynników korelacji za lata 1972-2000 pozwala stwierdzić, że Equity REITs były skorelowane z rynkiem obligacji na poziomie 0,23; akcjami spółek użyteczności publicznej (S&P Utilities) na poziomie 0,38; sektorem technologicznym (Nasdaq Composite) na poziomie 0,54; szerokim rynkiem akcji (S&P 500) 0,56 oraz akcjami małych spółek (Russel 2000) – na poziomie 0,63. Podobne oddziaływanie inwestycji w nieruchomości na stopę zwrotu i ryzyko portfela obserwuje się także na rynku europejskim.

Podsumowanie

Pośrednie formy inwestowania na rynku nieruchomości zdecydowanie lepiej odpowiadają preferencjom inwestorów kapitałowych niż bezpośredni zakup obiektów. Rynek akcji spółek oraz spółek komandytowych inwestujących w nieruchomości nie rozwinął się

w Polsce w podobnym stopniu, jak w USA i Europie Zachodniej. Efektywnym sposobem zaangażowania inwestorów portfelowych i inwestowania w omawianą klasę aktywów pozostają fundusze inwestycyjne. Fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) mogą inwestować w udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz wierzytelności za wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych. Taka strategia inwestycyjna umożliwia zaangażowanie w udziały spółek obiektowych posiadających nieruchomości oraz wierzytelności hipoteczne z tytułu finansowania nieruchomości komercyjnych. Fundusze zamknięte tworzone są także jako fundusze specjalistyczne (SFIZ), które mogą nabywać prawo własności lub współwłasności nieruchomości. Dalszą regulacją istotną dla inwestowania w nieruchomości jest prawo obciążania aktywów do wysokości 50% wartości aktywów netto funduszu. Tym samym zostały stworzone warunki prawne do wykorzystania zakumulowanego kapitału portfelowego do finansowania rynku nieruchomości. Skala tego zaangażowania zależy od polityki inwestycyjnej poszczególnych klas inwestorów. W przypadku otwartych funduszy emerytalnych dopuszczalne jest zaangażowanie w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze zamknięte na podobnych zasadach jak w inne podstawowe klasy aktywów. Niemniej jednak w certyfikatach jednego funduszu inwestycyjnego zamkniętego może być ulokowane nie więcej niż 2% aktywów. Udowodniona na rynkach rozwiniętych atrakcyjność inwestycyjna nieruchomości wynika z pozytywnego oddziaływania efektu dywersyfikacji na stopę zwrotu i ryzyko portfela. Praktyczne wykorzystanie tych możliwości inwestycyjnych na rynku polskim wymaga istotnych zmian w sferze realnej – regulacji i praktyki rynku nieruchomości. Dobór obiektów do funduszu i budowanie jego portfela mogą być przedmiotem współpracy wewnątrz grupy kapitałowej banku oraz wspólnych przedsięwzięć z profesjonalnymi deweloperami.

⁸ Diversification Benefits of REITs. NAREIT 2003.

Bibliografia

1. P. Bernstein, A. Damodaran: *Zarządzanie inwestycjami*. Warszawa 1999 LIBER.
2. C. Bruns, F. Meyer-Bullerdiel: *Professionelles Portfolio-Management*. Stuttgart 1996 Schäffer/Poeschel Verlag.
3. B. Essler: *Private Banking Immobilien*. Frankfurt 1988 Fritz Knapp Verlag.
4. E. Gluch: *Gewerbliche Bauinvestitionen in ausgewählten EU-Staaten. Schriftenreihe des Verbandes deutscher Hypothekenverbandes*. Frankfurt 1997 Fritz Knapp Verlag.
5. S. Flejterski, P. T. Wahl: *Ekonomia globalna*. Synteza. Warszawa 2003 DIFIN.
6. S. Flejterski, I. Romiszewska: *Niemiecki system bankowy*. Warszawa 2004 TWIGGER.
7. *Handbuch Immobilien-Banking*. Köln 2002 Rudolf Müller Verlag.
8. *Investing in Real Estate Investment Trusts*. NAREIT-Research November 2000.
9. K. i T. Jajuga: *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa 2000 Wydawnictwo Naukowe PWN.

10. J. Lüdicke, J. -H. Arndt, G. Götz: *Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Fragen bei Immobilien-, Film-, Schiffs-, Flugzeug- und Windenergiefonds*. München 2002 Verlag C.H. Beck.
11. D.G. Luengerger: *Teoria inwestycji finansowych*. Warszawa 2003 Wydawnictwo Naukowe PWN.
12. *Open-Ended Real Estate Investment Funds. An Investment in Solid Value*. Frankfurt 2003 BVI.
13. S.A. Pyharr, S. E. Roulac, W.L. Born: *Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy*. „Journal of Real Estate Economy” Vol. 18, No. 1, 1999.