



Wydział Ekonomii

UNIWERSYTET EKONOMICZNY  
W POZNANIU

**Artur Arkadiusz Trzebiński**

**Ekonomiczne determinanty stóp zwrotu funduszy  
nieruchomości w Polsce**

Rozprawa doktorska

Promotor: prof. zw. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Poznań 2014

*Składam serdeczne podziękowania*

***Pani Prof. dr hab. Wiesławie Przybylskiej-Kapuścińskiej***

*za opiekę naukową, cenne wsparcie merytoryczne*

*i motywowanie do pracy.*

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	4
<b>Rozdział 1. Istota i rodzaje funduszy nieruchomości</b> .....	10
1.1. Geneza funduszy nieruchomości.....	11
1.2. Rodzaje funduszy nieruchomości.....	21
1.3. Zasady działania funduszy nieruchomości.....	27
1.4. Charakterystyka determinant wpływających na fundusze nieruchomości.....	36
<b>Rozdział 2. Rynek funduszy nieruchomości w Polsce</b> .....	47
2.1. Ramy prawne funkcjonowania funduszy nieruchomości.....	47
2.2. Fundusze nieruchomości w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych.....	52
2.3. Rynek nieruchomości.....	76
2.3.1. Sektor mieszkaniowy.....	76
2.3.2. Sektor nieruchomości komercyjnych.....	83
<b>Rozdział 3. Determinanty makroekonomiczne stóp zwrotu funduszy nieruchomości</b> .....	95
3.1. Wzrost gospodarczy.....	95
3.2. Poziom rozwoju systemu finansowego.....	102
3.3. Poziom inflacji.....	109
3.4. Wielkość oszczędności.....	112
3.5. Poziom rozwoju i cykle na rynku nieruchomości.....	121
<b>Rozdział 4. Determinanty mikroekonomiczne stóp zwrotu funduszy nieruchomości</b> .....	127
4.1. Style inwestowania.....	127
4.2. Historyczne stopy zwrotu.....	134
4.3. Koszty uczestnictwa w funduszach.....	140
4.4. Czas funkcjonowania i wielkość funduszu oraz przepływy kapitałów.....	144
4.5. Konkurencyjność innych instrumentów finansowych.....	148
<b>Rozdział 5. Analiza wpływu determinant ekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w latach 2004-2012</b> .....	153
5.1. Etapy i zakres badania.....	153
5.2. Analiza zależności przyczynowych w sensie Grangera.....	163
5.3. Analiza determinant makro- i mikroekonomicznych.....	178
5.4. Ocena sprawności zarządzania funduszami.....	186
5.5. Efektywność funduszy nieruchomości.....	193
5.6. Wnioski końcowe.....	204
<b>Zakończenie</b> .....	210
<b>Bibliografia</b> .....	214
<b>Spis tabel</b> .....	229
<b>Spis wykresów</b> .....	231
<b>Spis schematów</b> .....	231
<b>Aneks</b> .....	233

## Wstęp

Podstawą działalności funduszy inwestycyjnych jest gromadzenie środków inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych oraz ich późniejsze lokowanie w różne klasy aktywów. Nadrzędnym celem funduszy inwestycyjnych jest osiągnięcie jak najwyższych stóp zwrotu. Wielość zalet funduszy inwestycyjnych (m.in. niskie kwoty inwestycji, dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego, powierzenie środków specjalistom) sprawia, że te instrumenty finansowe cieszą się dużą popularnością wśród inwestorów. Można wręcz stwierdzić, że fundusze inwestycyjne na stałe wpisały się w struktury rynków finansowych prawie każdego kraju na świecie.

W Polsce fundusze inwestycyjne działają od ponad 20 lat. W tym okresie ewoluowały od funduszy powierniczych, które lokowały zgromadzone środki w tylko jedną klasę aktywów (papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i NBP lub dopuszczone do publicznego obrotu) do funduszy inwestycyjnych o różnych politykach inwestycyjnych (m.in. inwestycje w akcje firm z jednego sektora, instrumenty rynku pieniężnego czy nieruchomości).

[Ustawa z 16 listopada 2000] umożliwiła towarzystwom funduszy inwestycyjnych na tworzenie funduszy lokujących aktywa na rynku nieruchomości. Jednocześnie w ustawie zawarto bardzo restrykcyjne przepisy regulujące status prawny nieruchomości, które mogły być przedmiotem lokat funduszy. Rygorystyczne wymogi dotyczące stanu prawnego nieruchomości eliminowały prawie wszystkie obiekty (nieruchomość musiała być wolna od obciążeń, w tym służebności na rzecz energetyki, wodociągów i innych instytucji). Pomimo tych zapisów, dwa towarzystwa funduszy inwestycyjnych podjęły próby utworzenia funduszy nieruchomościowych, które zakończyły się niepowodzeniem.

Dopiero w nowej ustawie o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z 27 maja 2004] doprecyzowano zapisy dotyczące obciążeń – fundusze inwestycyjne zamknięte mogły nabywać nieruchomości obciążone prawami osób trzecich, których realizacja nie spowodowałaby ryzyka utraty własności nieruchomości. Jednocześnie podniesiono limit wartości nabywanej pojedynczego obiektu (gruntu) z 10% do 25% wartości aktywów funduszu oraz dopuszczono możliwość wypłaty dochodów i pożytków z nieruchomości uczestnikom funduszu w trakcie jego trwania. Ustawa wyłączyła także fundusze inwestycyjne spod rygoru ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców [Ustawa z 21 sierpnia 1997]. Z drugiej strony nałożone zostały restrykcje ilościowe – posiadanie minimum czterech obiektów.

Jeszcze przed wejściem w życie nowych przepisów prawnych, Arka TFI rozpoczęła budowanie funduszu nieruchomości. W lipcu 2004 r. zarejestrowano w sądzie pierwszy fundusz nieruchomości w Polsce. Kolejny - dwa miesiące później. Pojawienie się pierwszych funduszy nieruchomości spotkało się z ogromnym zainteresowaniem zarówno inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, jak również innych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Pozytywnie zareagowali także uczestnicy rynku nieruchomości.

Fundusze nieruchomości były postrzegane przez inwestorów jako przyszłościowa (zyskowa) inwestycja, rynek nieruchomości uzyskał dodatkowe źródło finansowania, a towarzystwa funduszy inwestycyjnych nowe możliwości generowania przychodów i pozyskania większej liczby klientów. Uwagę należy zwrócić także na pozytywny wpływ tych instrumentów finansowych na rozwój całego rynku finansowego. Fundusze nieruchomości pełniąc rolę pośredników i inwestorów, umożliwiają transfer kapitałów i ryzyka między rynkiem kapitałowym i nieruchomości.

Funkcjonowanie na styku dwóch różnych rynków (kapitałowego i nieruchomości) powoduje, że na działalność funduszy nieruchomości wpływ ma szereg determinant o różnych charakterach. Ogólnie determinanty można sklasyfikować ze względu na ich charakter. Podział ten dzieli determinanty na: ekonomiczne (makro- i mikroekonomiczne), prawno-podatkowe i psychologiczno-społeczne. Zdaniem autora największy wpływ na rynek funduszy nieruchomości w Polsce, uwzględniając etap, na jakim znajduje się ten rynek, mają determinanty o charakterze ekonomicznym.

Fundusze nieruchomości funkcjonują w określonej przestrzeni prawno-podatkowej, na którą same mają ograniczony wpływ. Zmiana przyzwyczajeń inwestorów, co do sposobów lokowania posiadanych nadwyżek pieniężnych, wymaga dłuższego czasu i zbudowania zaufania. Natomiast na zmiany sytuacji ogólnogospodarczej i działania innych instytucji finansowych zarządzający funduszami nieruchomości mogą reagować prawie natychmiast głównie poprzez zmianę realizowanej strategii inwestycyjnej. Z punktu widzenia dalszego rozwoju rynku funduszy nieruchomości warto określić determinanty, które wpływają na ten rynek.

W literaturze zagranicznej dostępny jest szeroki zakres badań i opracowań związanych z funduszami nieruchomości. Natomiast w literaturze krajowej uwaga badaczy skupiona jest głównie na otwartych funduszach inwestycyjnych lokujących aktywa na giełdzie i w bezpiecznych papierach wartościowych. Funduszom nieruchomości poświęca się niewiele uwagi i znaleźć można nieliczne opracowania na ich temat, w których poruszane są wybrane zagad-

nienia<sup>1</sup>. Bliższe poznanie zasad działania funduszy nieruchomości i realizowanych przez nie strategii inwestycyjnych pozwoli na zwiększenie dorobku naukowego dotyczącego rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Wybór tematu pracy doktorskiej związany jest również z próbą przybliżenia możliwości stosowania różnych metod oceny działalności funduszy inwestycyjnych na przykładzie funduszy nieruchomości. Obok tradycyjnej metody oceny efektywności funduszy nieruchomości na podstawie stóp zwrotu ważonych ryzykiem, autor wykorzystuje analizę finansową oraz metody ekonometryczne.

Kolejnym czynnikiem uzasadniającym podjęcie tematyki pracy doktorskiej jest zainteresowanie autora problematyką funduszy nieruchomości.

Głównym celem badawczym rozprawy jest zidentyfikowanie determinant makro- i mikroekonomicznych wpływających na zwykłe stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce w krótkim i długim okresie. Ograniczenie próby badawczej tylko do publicznych funduszy nieruchomościowych wynika z faktu nieupubliczniania przez prywatne i specjalistyczne fundusze nieruchomości szczegółowych danych dotyczących ich działalności.

Aby zrealizować cel główny rozprawy postawiono hipotezę: **największy wpływ na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce wśród determinant o charakterze ekonomicznym ma realizowana przez zarządzających strategia inwestycyjna.**

W celu weryfikacji hipotezy głównej sformułowano cele szczegółowe. Są to:

- przedstawienie sposobu funkcjonowania funduszy nieruchomości,
- wyodrębnienie, uszeregowanie i porównanie strategii inwestycyjnych realizowanych przez amerykańskie, europejskie i polskie fundusze nieruchomości,
- przedstawienie zmian w strukturze podmiotowej i przedmiotowej polskiego rynku funduszy nieruchomości,
- zidentyfikowanie czynników wpływających na stopy zwrotu amerykańskich i europejskich funduszy nieruchomości,
- zbadanie kierunku i siły wpływu czynników ekonomicznych na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce w długim i krótkim okresie,
- wykorzystanie analizy finansowej do oceny dochodowości i efektywności zarządzania funduszami nieruchomości w długim i krótkim okresie,

---

<sup>1</sup> Struktura przedmiotowa rynku [Gabryelczyk i Borowski 2003; Miziołek 2007; Leszczuk 2011], zmiany prawne [Borowski 2004a, 2004b], stopy zwrotu wybranych funduszy nieruchomości [Załączna i Wolski 2008; Antkiewicz 2010; Sarnowski 2011].

- określenie efektywności publicznych funduszy nieruchomości z wykorzystaniem miar stóp zwrotu ważonych ryzykiem inwestycyjnym,
- zbadanie relacji stóp zwrotu funduszy nieruchomości z cenami akcji i poziomem inflacji.

Okres badań obejmuje lata 2004-2012, czyli od początku istnienia rynku funduszy nieruchomości w Polsce do końca 2012 r. W rozdziale drugim (przedstawiającym polski rynek funduszy nieruchomości) cofnięto się prawie do początku rynku funduszy inwestycyjnych (1997 r.) w celu pokazania zmian w przepisach prawnych i ich wpływu na cały rynek funduszy inwestycyjnych. Wybór okresu badania wynika z przyjętego procesu badawczego, który uwzględnia analizę wpływu determinant o charakterze ekonomicznym na poszczególne fundusze nieruchomości w długim i krótkim okresie.

Na potrzeby rozprawy przyjęto definicję publicznego funduszu nieruchomości – „fundusz inwestycyjny kierowany do szerokiego grona inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych), który w przeciągu trzech lat od daty rejestracji przynajmniej 80% aktywów netto ulokuje bezpośrednio lub pośrednio na rynku nieruchomości i jego celem jest uzyskiwanie przychodów z najmu posiadanych nieruchomości lub wzrostu wielkości aktywów w wyniku zwiększenia wartości posiadanych lokat”<sup>2</sup>.

Hipoteza badawcza rozprawy została poddana weryfikacji poprzez analizę pierwotnych i wtórnych danych empirycznych. Pierwotne dane zostały pozyskane ze sprawozdań finansowych badanych funduszy nieruchomości, bieżących i okresowych raportów funduszy nieruchomości oraz baz danych World Bank, OECD, NBP, GPW w Warszawie i GUS. Natomiast dane wtórne pochodzą z opracowań stowarzyszeń wspierających działalność rynków funduszy inwestycyjnych – EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*), ICI (*Investment Company Institute*), IZFiA (Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami), NAREIT (*National Association of Real Estate Investment Trust*).

Rozprawa ma charakter studium teoretyczno – empirycznego. Podstawą dla teoretycznych rozważań stanowiła krytyczna ocena polskiej i zagranicznej literatury naukowej poświęconej problematyce funduszy nieruchomości, w szczególności oddziaływaniu determinant o charakterze ekonomicznym na stopy zwrotu funduszy nieruchomości. W części empirycznej rozprawy dokonano próby oceny oddziaływania, wskazanych w części teoretycznej, determinant o charakterze ekonomicznym na stopy zwrotu polskich publicznych funduszy nieruchomości.

---

<sup>2</sup> Definicja oparta jest na klasyfikacji funduszy inwestycyjnych Izby Zarządzających Aktywami i Funduszami.

Rozprawa, poprzedzona wstępem i zamknięta zakończeniem, składa się z pięciu rozdziałów. Treść i układ podporządkowane są weryfikacji hipotezy badawczej i realizacji celów szczegółowych.

W pierwszym rozdziale, o charakterze teoretycznym, który stanowi wprowadzenie do obszaru badawczego rozprawy przedstawiono istotę i rodzaje funduszy nieruchomości działających w Polsce i na świecie. Punktem wyjścia jest historia powstania funduszy nieruchomości oraz wskazanie najważniejszych wydarzeń i zjawisk, które wpłynęły na powstanie rynków funduszy nieruchomości w krajach europejskich i USA. Następnie omówiono klasyfikację funduszy nieruchomości w oparciu o różne kryteria. Przedstawiona klasyfikacja została wykorzystana do zaprezentowania zasad działania funduszy nieruchomości i realizowanych przez nie strategii inwestycyjnych. Rozdział zamyka prezentacja determinant o różnym charakterze, które wpływają na działalność funduszy nieruchomości i tym samym na ich stopy zwrotu.

Uwaga autora w rozdziale drugim została skupiona na polskim rynku funduszy nieruchomości i rynku nieruchomości, który odgrywa kluczową rolę w funkcjonowaniu tych funduszy. Rozdział rozpoczyna przedstawienie wpływu zmian przepisów prawa na funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, w tym nieruchomości. Następna część rozdziału odnosi się do zmian struktury przedmiotowej i podmiotowej rynku funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem roli i miejsca funduszy nieruchomości. Na zakończenie rozdziału przeprowadzona została ocena rozwoju rynku nieruchomości w Polsce, która została ograniczona do dwóch najważniejszych segmentów tego rynku z punktu widzenia realizowanych strategii przez fundusze nieruchomości – sektora mieszkaniowego i komercyjnego.

W rozdziale trzecim zawarto charakterystykę determinant makroekonomicznych wpływających na stopy zwrotu funduszy nieruchomości. W oparciu o krajową i zagraniczną literaturę dokonano próby wskazania determinant wpływających na stopy zwrotu funduszy nieruchomości. Na początek przedstawiono oddziaływanie wzrostu gospodarczego i poziomu rozwoju systemu finansowego. Podobnie zostały przedstawione kolejne determinanty o charakterze makroekonomicznym – poziom inflacji (poziom bieżący i oczekiwany przyszły poziom) oraz poziom oszczędności. W końcowej części rozdziału uwaga została skupiona na oddziaływaniu rynku nieruchomości na funkcjonowanie funduszy nieruchomości.

W rozdziale czwartym scharakteryzowano determinanty mikroekonomiczne wpływające na zmiany stóp zwrotu funduszy nieruchomości. Szczególną uwagę poświęcono cechom funduszy nieruchomości. Na wstępie scharakteryzowano style inwestowania funduszy nieruchomości oraz ich wpływ na wyniki inwestycyjne funduszy i poziom ryzyka inwestycyjnego.



Następnie przedstawiono oddziaływanie historycznych stóp zwrotu na bieżące stopy zwrotu oraz wpływ benchmarków na określanie efektywności funduszy nieruchomości. Kolejną część rozdziału poświęcono kosztom uczestnictwa w funduszach nieruchomości i ich roli w funkcjonowaniu tych instrumentów finansowych oraz czasowi funkcjonowania funduszy, wartości aktywów netto i przepływowi kapitałów. W ostatniej części rozdziału poruszono problematykę konkurencyjności innych form lokowania oszczędności niż fundusze nieruchomości.

Rozdział piąty poświęcono analizie wpływu determinant o charakterze makro- i mikroekonomicznym na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w długim i krótkim okresie. Rozdział rozpoczyna przedstawienie procedury badawczej i zakresu badania. Następnie przeprowadzono analizę zależności przyczynowych w sensie Grangera determinant ekonomicznych i stóp zwrotu funduszy nieruchomości (w długim okresie). W kolejnym podrozdziale wykorzystując równania regresji przeanalizowano zależności między determinantami ekonomicznymi i stopami zwrotu funduszy nieruchomości w krótkim okresie. W następnej części rozdziału przeprowadzono ocenę sprawności realizacji polityk inwestycyjnych funduszy nieruchomości przez zarządzających w oparciu o analizę finansową. Rozdział zamyka badanie efektywności funduszy nieruchomości w długim i krótkim okresie. Na koniec rozdziału porównano uzyskane wyniki i przedstawiono wnioski.

W podsumowaniu rozprawy przedstawiono otrzymane rezultaty badawcze, wnioski i proponowane dalsze kierunki badań.

## Rozdział 1

### Istota i rodzaje funduszy nieruchomości

Początek funduszy inwestycyjnych datowany jest na drugą połowę XVIII w. W 1774 r. holenderski kupiec i pośrednik, Abraham van Ketwich, zaproponował inwestorom połączenie środków i zainwestowanie ich w obligacje emitowane przez Austrię, Danię, Niemcy, Hiszpanię, Rosję i Szwecję oraz udzielanie holenderskim koloniom pożyczek zabezpieczonych nieruchomościami z Indii. Była to odpowiedź na kryzys finansowy z lat 1772-1773, która umożliwiała inwestorom z ograniczonymi środkami na dywersyfikację ryzyka oraz inwestowanie w niedostępne wcześniej dla nich instrumenty finansowe [Rouwenhorst 2004, s. 1, 5-6]. Przez kolejne 90 lat idea wspólnego inwestowania rozwijała się tylko w Holandii i dotyczyła przede wszystkim amerykańskich wierzytelności. Wynikało to głównie z tego, że Wielka Brytania wykorzystywała swoją dominującą pozycję do spowolnienia rozwoju innych europejskich rynków kapitałowych. Dodatkowo w XIX w. dominującą formą pozyskiwania kapitału było emitowanie obligacji przez rządy państw europejskich (podobnie jak ówczesnego kongresu amerykańskiego) i „udostępnianie” ich inwestorom na londyńskiej giełdzie (*London Stock Exchange*) – „(...)”. W 1843 r. brytyjscy inwestorzy zainwestowali 120 mln funtów (obecnie około 7,2 mld funtów) w zagraniczne obligacje (...)” [Hutson 2005, s. 442].

Drugą klasą aktywów, w którą najczęściej inwestowali inwestorzy, były akcje firm związanych z przemysłem kolejowym, co związane było z gwałtowną rozbudową sieci kolejowej w latach 30. i 40. XIX w. głównie w Anglii, Francji, Indiach, Stanach Zjednoczonych i Kanadzie. Kolejną barierą rozwoju idei wspólnego inwestowania w Anglii były ograniczenia prawne. Do pierwszej połowy dziewiętnastego wieku rozpoczęcie działalności gospodarczej wymagało zgody parlamentu. Dopiero pęknięcie kolejowej bańki spekulacyjnej w 1847 r. oraz spadająca rentowność obligacji rządowych (większość ówczesnych inwestorów była rentierami) przyczyniły się do liberalizacji angielskiego prawa. W 1868 r. rozpoczął funkcjonować pierwszy nieholenderski fundusz wspólnego inwestowania – *the Foreign and Colonial Government Trust* [Hutson 2005, s. 444-446]. W „prospekcie emisyjnym” tego trustu polityka inwestycyjna została przedstawiona, jako „(...)” zapewnienie średniozamożnym inwestorom tych samych możliwości co bardzo zamożnym, zmniejszając ryzyko inwestycji na zagranicznych i kolonialnych giełdach poprzez rozłożenie inwestycji na różne giełdy, (...)” [Scratchley 1875, s. 12]. Głównym założeniem tego trustu było lokowanie zgromadzonych aktywów w obligacjach siedemnastu różnych państw notowanych na londyńskiej giełdzie [Tapley,

1982, s. 67] oraz wypłacanie dywidend inwestorom<sup>1</sup>. W następnych siedmiu latach w Londynie powstały kolejne 22 trusty, których inwestycje obejmowały Europę i USA [Hutson 2005, s. 466-467].

### 1.1. Geneza funduszy nieruchomości

Inwestycje brytyjskich inwestorów w USA przyczyniły się do powstania pierwszych amerykańskich funduszy wspólnego inwestowania. Jednym z najwcześniej założonych funduszy w USA był *the Boston Personal Property Trust* (1893r.) [Rutterford 2009, s. 163], który przyczynił się do powstania podobnych instrumentów finansowych w innych amerykańskich miastach (m. in. Chicago, Denver, Detroit). Powodzenie tych trustów wynikało z:

- szczególnych regulacji prawnych (do 1912 r. w niektórych stanach firmy mogły inwestować w nieruchomości tylko w celu włączenia ich do aktywów operacyjnych),
- zwolnienia z płacenia podatków federalnych,
- zagwarantowania inwestorom praw korporacyjnych,
- dostarczania kapitałów do rozbudowy miast,
- dostępności dla wszystkich inwestorów,
- wypłacania rocznych dywidend [Valachi 1977, s. 450-451; Chan, Erickson i Wang 2003, s. 15].

Trust ten inwestował aktywa w nieruchomości, którymi później zarządzał. Taka polityka inwestycyjna powoduje, że *the Boston Personal Property Trust* powinien zostać uznany za pierwszy fundusz nieruchomości w historii rynku funduszy inwestycyjnych.

Po I Wojnie Światowej, Wielka Brytania utraciła dominującą pozycję na rzecz USA. „W latach boomu z końca lat 20. XX w., banki i brokerzy rywalizowali w promowaniu nowych towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI), wykorzystując techniki stosowane przy sprzedaży *Liberty Bonds*<sup>2</sup> podczas I Wojny Światowej (...)” [Rouwenhorst 2004, s. 166]. Te działania oraz wprowadzone na początku lat 20. XX wieku regulacje prawne ograniczające bankom możliwości kredytowania firm kolejowych, które gwarantowały inwestorom wypłaty dywidend [Rappaport i White 1993, s. 551], spowodowały przesunięcie aktywów do funduszy inwestycyjnych<sup>3</sup>. Lata 1928-1929 były jednymi z lepszych okresów rozwoju dla amerykańskiego rynku funduszy inwestycyjnych – liczba funduszy wzrosła z 40 (1921 r.) do po-

---

<sup>1</sup> Wypłacanie dywidend było cechą charakterystyczną wszystkich funduszy powierniczych (inwestycyjnych) do początku lat 30-tych XX wieku.

<sup>2</sup> „Obligacje wolności” (obligacje rządu USA) kupowane były przez obywateli jako oznaka patriotyzmu.

<sup>3</sup> W 1924 r. w Bostonie (USA) powstało pierwsze towarzystwo funduszy inwestycyjnych i pierwszy fundusz inwestycyjny (odpowiadający współczesnej definicji funduszu inwestycyjnego).

nad 750 (1929 r.) [White 1990, s. 69]. Trwająca od lat hossa na amerykańskiej giełdzie spowodowała u inwestorów i zarządzających funduszami nadmierny optymizm. Inwestorzy zaciągali kredyty na zakup akcji funduszy inwestycyjnych (kredyty udzielone przez biura maklerskie inwestorom wzrosły z 4,5 mld USD (1.01.1928 r.) do 8,5 mld USD (1.10.1929 r.) [Rappaport i White 1993, s. 553]). Nadmierny optymizm inwestorów można zilustrować przykładem emisji akcji jednego z funduszy *Lehman Brothers Corporation* z 1928 r. Akcje wycenione na 100 USD, które warte były 88 USD (opłaty za zarządzanie funduszem pobierane przez *Lehman Brothers Corporation* wynosiły 12,5%), w pierwszym dniu notowań wyceniane były na 126 USD [Bradford de Long i Shleifer 1991, s. 690]. Zwrot zainwestowanych środków wymagał przynajmniej 30% stopy zwrotu (nie uwzględniając kosztów kredytu). W październiku 1929 r. doszło do załamania amerykańskiej giełdy<sup>4</sup>.

Rezultatem pęknięcia bańki spekulacyjnej w 1929 r. było zniknięcie z amerykańskiego rynku ponad 200 TFI (lata 1929-1934) oraz ograniczenie wypłat dywidend przez angielskie fundusze (lata 1929-1933) [Rutterford 2009, s. 167]. Powodem zakończenia działalności przez tak dużą liczbę funduszy było nadmierne korzystanie przez zarządzających z kredytów, niska dywersyfikacja (a nawet jej brak) i opieraniem się na historycznych wynikach inwestycyjnych. Utrata zaufania przez inwestorów i negatywny wpływ na cały rynek finansowy wpłynęły na zmianę systemu podatkowego. W 1935 r. Sąd Najwyższy USA zniósł część obowiązujących ulg podatkowych dla funduszy inwestycyjnych i zrównał je z podatkami dla firm. Zarządzający funduszami inwestycyjnymi w obawie przed dalszymi zaostreniami podatkowymi nasilili lobbing w amerykańskim Kongresie<sup>5</sup>, którego rezultatem było uchwalenie *the Revenue Act 1936*. Ustawa ta zwalniała z podatku dochodowego fundusze, które były zdywersyfikowane (maksymalnie 5% aktywów w jedno przedsiębiorstwo, „chroniły” środki inwestorów oraz posiadały nie więcej niż 10% wszystkich akcji jednej firmy) [Fink 2006, s. 19]. Tyle że, z nowych rozwiązań podatkowych nie mogły korzystać istniejące fundusze nieruchomości. To spowodowało brak zainteresowania ze strony firm zarządzających tworzeniem nowych funduszy nieruchomości, a nawet zakończeniem działalności (lub zmianą strategii inwestycyjnej) przez większość istniejących do tej pory funduszy. Wprowadzone nowe rozwiązania prawne spowodowały zlikwidowanie działającego od 1893 r. *the Boston Personal Property Trust*.

---

<sup>4</sup> Spadki cen funduszy trwały aż do połowy 1932 r. i miały ogromny wpływ nie tylko na amerykańskie fundusze inwestycyjne, ale również na brytyjskie (które uczestniczyły w amerykańskiej hossie).

<sup>5</sup> Wcześniejsze działania lobbingowe obejmujące wydanie książki *Legal investments for trust funds* [McKinney 1914], w której przedstawiono, jak bardzo skomplikowany był system prawny USA w zakresie funduszy inwestycyjnych (każdy stan miał swoje przepisy, które często były sprzeczne ze sobą) oraz przygotowanie raportu *The Massachusetts Income Tax* [Bullock 1916] nie przyniosły żadnego rezultatu.

Paradoksalnie kryzys amerykańskiej giełdy i angielskich funduszy inwestycyjnych przyczynił się do zainteresowania funduszami w innych krajach europejskich, a w szczególności w Holandii i Szwajcarii. Wzrost popularności funduszy w tych krajach wynikał z kilku czynników. Największe znaczenie miał niski i stabilny poziom inflacji tych krajów, „płytkie” rynki kapitałowe oraz funkcjonowanie funduszy z wieloma strategiami (politykami) inwestycyjnymi ukierunkowanymi na różne regiony geograficzne [Mayer 1964, s. 138-140; Corner i Stafford 1977, s. 39-45]. Większość z funkcjonujących funduszy w latach 1930-1940 inwestowały głównie w obligacje ze względu na rosnącą inflację w krajach europejskich i USA. Szwajcarskie fundusze inwestowały również w inne aktywa (m.in. akcje firm przemysłowych, energetycznych, firm japońskich) [Mayer 1964, s. 140]. W kręgu zainteresowań zarządzających znalazł się także rynek nieruchomości, co doprowadziło do powstania w 1938 r. pierwszego funduszu nieruchomości w Europie [Corner i Stafford 1977, s. 39].

W kolejnych latach (1940-1960) rynek funduszy nieruchomości rozwijał się przede wszystkim w Szwajcarii. Wynikało to z prawie całkowitego zahamowania rozwoju amerykańskiego rynku funduszy nieruchomości oraz wprowadzenia korzystnych rozwiązań dla inwestorów lokujących środki w Szwajcarii. Najważniejszymi z nich było brak regulacji prawnych<sup>6</sup> (co pozwalało zarządzającym funduszami na kształtowanie dowolnej polityki inwestycyjnej), zwolnienia z podatków nierezydentów i umożliwienie rezydentom obniżanie podatku dochodowego podatkami zapłaconymi od inwestycji, finansowanie rynku nieruchomości głównie przez fundusze inwestycyjne [Mayer 1964, s. 140-141] oraz słaby rozwój rynków funduszy inwestycyjnych w innych krajach Europy. Korzyści podatkowe i osiągnięte przez fundusze nieruchomości stopy zwrotów (nieznacznie wyższe od innych funduszy) miały wpływ na strukturę szwajcarskiego rynku, zwłaszcza w okresie od 1958 r. do początku lat 70. XX wieku. Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 1. fundusze nieruchomości były istotną częścią szwajcarskiego rynku funduszy inwestycyjnych. W kolejnych latach udział tych funduszy malał z roku na rok na rzecz funduszy akcji i rynku pieniężnego. W innych krajach europejskich (Dania, Holandia, Francja, Belgia, Niemcy, Austria, Hiszpania i Szwecja) rynki funduszy inwestycyjnych skupione były wokół funduszy akcyjnych i obligacji.

---

<sup>6</sup> Fundusze inwestycyjne funkcjonowały jako otwarte fundusze z konstrukcją prawną *contractual funds* (konstrukcja oparta na umowie między inwestorem a zarządzającym). Szerzej w rozdziale 1.2.

**Tabela 1. Liczba i aktywa funduszy inwestycyjnych w Szwajcarii w wybranych latach**

	1958 r.	1959 r.	1960 r.	1961 r.	1962 r.	1970 r.	1974 r.
<b>Liczba funduszy</b>							
Akcyjne, mieszane i dłużne	20	39	43	57	63	57	75
Nieruchomości	26	35	44	56	75	48	44
<b>Aktywa netto (mln CHF)</b>							
Akcyjne, mieszane i dłużne	362	578	634	858	787	4752	8007
Nieruchomości	176	231	300	425	591	3378	5011

Źródło: [Mayer 1964, s. 140-141; Corner i Stafford 1977, s. 38]

Początek gwałtownego rozwoju funduszy nieruchomości w Szwajcarii zbiegł się z wprowadzeniem w USA ustawy *Investment Company Act 1940*<sup>7</sup>, która była pierwszym aktem prawnym regulującym działalność funduszy inwestycyjnych w USA i Europie. Ustawa ta nałożyła na fundusze inwestycyjne zasady, których celem była ochrona inwestorów; najważniejsze z nich:

- ograniczenie korzystania z kredytów (określono maksymalne poziomy zadłużenia przez fundusz w zależności od posiadanych aktywów),
- publikowanie codziennej wartości rynkowej tytułów uczestnictwa w funduszach,
- aktywa funduszu muszą być zdeponowane w niezależnym od funduszu banku,
- zakaz przeprowadzania transakcji między zarządzającymi a zarządzanymi przez nich funduszami [Fink 2006, s. 20; Borowski 2011, s. 22].

Zabezpieczenie interesów uczestników i uregulowanie działalności funduszy inwestycyjnych przyczyniło się do wprowadzenia analogicznych aktów prawnych w krajach europejskich. Pierwszym z nich była Francja (1945 r.). Kolejnymi krajami były: Belgia (1947 r.), Wielka Brytania (1948 r.) i Niemcy (1949 r.). Kilka lat później podobne rozwiązania prawne wprowadziły Austria, Hiszpania i Szwecja (1958 r.), Luksemburg (1959 r.) i Dania (1962 r.). W Polsce fundusze inwestycyjne zostały wprowadzone w 1991 r.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2. w niektórych krajach europejskich fundusze inwestycyjne funkcjonowały wcześniej, opierając swoją działalność na prawie cywilnym, co miało miejsce w Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Danii i Holandii. W pozostałych krajach wprowadzenie regulacji prawnych pokrywa się z datą rozpoczęcia funkcjonowania pierwszego funduszu inwestycyjnego.

<sup>7</sup> Drugim aktem prawnym, który odegrał kluczową rolę w regulacji rynku funduszy inwestycyjnych, był (również amerykański) *Investment Advisers Act* z 1940 r. Ustawa ta obejmuje pośrednictwo i doradztwo finansowe (z wyłączeniem banków).

**Tabela 2. Pierwsze fundusze inwestycyjne w państwach europejskich**

Kraj	Rok	Kraj	Rok
Wielka Brytania	1868	Turcja	1986
Dania	1928	Finlandia	1987
Holandia	1929	Polska <sup>1</sup>	1992
Szwajcaria	1930	Słowacja	1992
Francja	1945	Słowenia	1992
Belgia	1949	Węgry	1992
Niemcy	1949	Norwegia	1993
Austria	1956	Estonia	1994
Hiszpania	1958	Czechy	1994
Szwecja	1958	Rumunia	1994
Luksemburg	1959	Malta <sup>2</sup>	1996
Grecja	1969	Cypr	1999
Irlandia	1973	Litwa	2003
Włochy	1983	Bułgaria	2008
Portugalia	1986		

<sup>1</sup> ustawę o funduszach inwestycyjnych wprowadzono w 1991 r.

<sup>2</sup> ustawa *Investment Services Act* została uchwalona w 1994 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Stafford 1975; Khorana, Servaes i Tufano 2005, s. 37-39].

Wprowadzenie norm prawnych regulujących działalność funduszy inwestycyjnych w Europie przyczyniło się do rozbudowania krajowych rynków kapitałowych o fundusze inwestycyjne. Do 1949 r. fundusze inwestycyjne funkcjonowały zaledwie w pięciu krajach europejskich (Wielka Brytania, Dania, Holandia, Szwajcaria i Francja). W tym samym roku powstały także rynki funduszy inwestycyjnych w Belgii i Niemczech. Cechą charakterystyczną europejskiego rynku funduszy była dominacja funduszy akcyjnych. Obok nich istniały fundusze obligacji i nieruchomości (tylko w Szwajcarii). Na taki kształt rynku funduszy inwestycyjnych w Europie wpływ miało kilka czynników. Najważniejsze z nich to przyzwyczajenia inwestorów indywidualnych do lokowania środków w akcje, obligacje i depozyty bankowe oraz brak regulacji prawnych dotyczących funduszy inwestycyjnych w większości państw europejskich. Szczególne znaczenie miała także dominująca pozycja Wielkiej Brytanii i giełdy w Londynie, która od połowy XIX w. była miejscem pozyskiwania kapitałów przez rządy państw i przedsiębiorców. Znaczenie tej giełdy, jak również paryskiej giełdy papierów wartościowych, jako źródła kapitałów uległo zwiększeniu po II Wojnie Światowej. Odbudowa miast i przemysłu spowodowała wzrost zapotrzebowania na nieruchomości, zwłaszcza mieszkalne w okolicach fabryk czy zakładów produkcyjnych. Przedsiębiorstwa związane z budownictwem pozyskiwały kapitały głównie na giełdzie w Londynie i Paryżu. Przełomem dla funduszy nieruchomości okazał się dopiero koniec lat 50. XX w. W 1958 r. we Francji

wprowadzono fundusze *société civile immobilière* (*real estate investment company*, SCI)<sup>8</sup> i rok później w Niemczech otwarte fundusze nieruchomości (*offene Immobilienfonds*, *open-ended real estate funds*, OEREFs). Fundusze te wprowadzone zostały w celu pozyskania kapitałów na odbudowanie zniszczonych podczas wojny nieruchomości mieszkalnych. W Niemczech dodatkowym czynnikiem było stworzenie z otwartych funduszy nieruchomości zabezpieczenia emerytalnego. Z kolei w Wielkiej Brytanii fundusze nieruchomości *Property Unit Trusts* (PUT) zaczęły funkcjonować w 1961 r. i przeznaczone były tylko dla inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych<sup>9</sup>.

Cechą charakterystyczną ówczesnego rynku funduszy nieruchomości w Europie było prawne ograniczenie składowych portfeli inwestycyjnych funduszy do jednej klasy nieruchomości oraz prawo do korzystania z ulg podatkowych na poziomie funduszu (zwolnienie z podatku od osób prawnych). Francuskie i niemieckie fundusze mogły inwestować tylko w nieruchomości mieszkalne. Z kolei angielskie tylko w nieruchomości komercyjne.

Równoległe z rozwojem rynków funduszy nieruchomości w Europie nastąpiła reaktywacja rynku amerykańskiego. Ustawa *the Real Estate Investment Trust Act* (1960 r.) powołała do życia nowy rodzaj funduszy nieruchomości – *Real Estate Investment Trusts* (REITs), które miały umożliwić wszystkim inwestorom inwestowanie w komercyjne nieruchomości. Fundusze REITs mogły funkcjonować tylko jako przedsiębiorstwa emitujące zbywalne udziały notowane na giełdzie. Podobnie jak francuskie i niemieckie, fundusze amerykańskie mogły korzystać z ulg podatkowych.

Kolejną ważną datą dla rynku funduszy nieruchomości jest 1969 i 1970 r. – w Holandii wprowadzono fundusze *Fiscale Beleggingsinstelling* (*Fiscal Investment Institution*, FBI) oraz we Francji *Sociétés Immobilières pour le Commerce et l'Industrie* (SICOMI) i *société civile de placement immobilier* (*Real Estate Investment Partnership*, SCPI)<sup>10</sup>. Cechami szczególnymi funduszy FBI były (i nadal są) wysokość podatku od osób prawnych ustalona na poziomie 0% i dystrybucja całego dochodu do akcjonariuszy. Fundusze FBI zostały utworzone w odpowiedzi na amerykańskie fundusze REITs i jako zachęta dla inwestorów zagranicznych do inwestowania w Holandii. Z kolei francuskie fundusze SICOMI mogły tylko leasingować nieruchomości komercyjne i były zwolnione z podatku dochodowego (warunek wypła-

---

<sup>8</sup> Fundusze SCI funkcjonują jako zamknięte fundusze inwestycyjne emitujące certyfikaty inwestycyjne, które muszą być notowane na giełdzie papierów wartościowych.

<sup>9</sup> Inwestorzy indywidualni uzyskali możliwość lokowania środków w PUTs dopiero w 1966 r.

<sup>10</sup> Wraz z prowadzeniem SCPI zmieniono formułę funduszy SCI, które zostały przekształcone w fundusze skierowane do osób fizycznych. Właściciele nieruchomości zakładają przedsiębiorstwo, które zarządza nieruchomością. Fundusze te cieszą się ogromną popularnością we Francji z powodu bardzo uproszczonych procedur (fundusz rozpoczyna funkcjonowanie od momentu wypełnienia odpowiedniego formularza na stronie internetowej) i korzyści podatkowych.



ty minimum 85% przychodu akcjonariuszom) [Tricaud 1994, s. 5]. Możliwości inwestycyjne SICOMI znacznie odbiegały od polityk inwestycyjnych innych typów funduszy. Amerykańskie REITs inwestowały w akcje firm deweloperskich i pożyczki zabezpieczone hipotecznie udzielane firmom budowlanym, a europejskie fundusze w nieruchomości mieszkalne.

Wprowadzenie nowych funduszy nieruchomości we Francji i Holandii zbiegło się ze znacznym wzrostem inflacji w USA (1970-1980 r.), co spowodowało uaktywnienie Regulacji Q (maksymalna wysokość oprocentowania depozytów bankowych nie mogła przekroczyć 5,75 pp.). W okresie 1972-1983 poziom inflacji znacząco przekraczał 6% [Borowski 2011, s.23], co spowodowało odpływ środków zgromadzonych w bankach i przekierowanie ich do funduszy dłużnych i rynku pieniężnego (od 1974 r.). Dodatkowo fundusze dłużne i rynku pieniężnego były zasilone wycofanymi środkami z funduszy REITs (1973-1975 r.), których aktywa uległy zmniejszeniu również z powodu wysokiego poziomu inflacji oraz niewystarczającej ilości materiałów budowlanych i serii bankructw deweloperów [Chan, Erickson i Wang 2003, s. 18]. Uwaga amerykańskich inwestorów i zarządzających funduszami zwrócona została w kierunku europejskich obligacji. To przełożyło się na emitowanie nowych obligacji, wzrost ich cen i zwiększone zainteresowanie europejskimi funduszami dłużnymi, co z kolei wpłynęło na zahamowanie rozwoju rynków funduszy nieruchomości po obu stronach Atlantyku.

Do końca lat 80. XX w. REITs cieszyły się umiarkowanym zainteresowaniem inwestorów. Kapitalizacja funduszy w 1989 r. wynosiła ponad 11 mld USD i była trzykrotnie wyższa niż w 1980 r. [Chan, Erickson i Wang 2003, s. 19]. Z kolei w Europie szwajcarskie fundusze nieruchomości zaczęły tracić udział w rynku na rzecz funduszy akcyjnych i dłużnych oraz ze względu na funkcjonowanie funduszy nieruchomości w innych krajach europejskich. Beneficjentami odpływu kapitałów ze Szwajcarii były francuskie<sup>11</sup> i niemieckie fundusze oraz holenderski fundusz RODAMCO<sup>12</sup>. Trwający prawie dekadę rozwój funduszy zakończył się kryzysem amerykańskiego rynku nieruchomości, którego skutkiem było:

- roczne zahamowanie rozwoju rynku funduszy REITs<sup>13</sup>,

---

<sup>11</sup> W tym okresie największy wzrost aktywów i zainteresowania inwestorów zanotowały francuskie fundusze nieruchomości, w szczególności w latach 1985-1992. Na początku 1993 r. we Francji istniało 290 funduszy nieruchomości, które zarządzały aktywami powyżej 13 mld euro [Gabryelczyk i Borowski 2003, s. 110].

<sup>12</sup> RODAMCO w latach 80. XX w. był największym europejskim funduszem nieruchomości i jednym z największych na świecie. Inwestował głównie w europejskie i amerykańskie nieruchomości [Banner, Fecht i Tyrell 2007, s. 2-3] i funkcjonował jako otwarty fundusz nieruchomości.

<sup>13</sup> Kapitalizacja REITs w 1990 r. w stosunku do roku poprzedniego zmniejszyła się o ¼, ale w 1991 r. zwiększyła o ponad połowę [Chan, Erickson i Wang 2003, s. 21]. Szybkie „odbicie” REITs wynikało głównie z rozpoczęcia działalności dużej liczby nowych funduszy, które korzystały z zaniżonych wartości nieruchomości. Na rynku amerykańskim prawie wszystkie fundusze nieruchomości prowadzą działalność jako REITs pomimo możliwości tworzenia zamkniętych funduszy nieruchomości.

- pogłębienie kryzysu na francuskim rynku nieruchomości,
- znaczące zmniejszenie liczby funduszy SICOMI we Francji,
- zawieszenie wypłaty środków uczestnikom funduszu RODAMCO.

Zgodnie z holenderskim prawem aktywa funduszy nieruchomości były wyceniane pod koniec każdego roku. Spadek cen amerykańskich nieruchomości w trakcie roku sugerował spadek wartości aktywów i lawinowe wycofywanie kapitałów przez uczestników, i w konsekwencji utratę płynności finansowej przez fundusz. Wskutek tego zarządzający zostali zmuszeni do zmiany formy prawnej funduszu na zamknięty fundusz nieruchomości z certyfikata-  
mi inwestycyjnymi<sup>14</sup> notowanymi na giełdzie [Sebastian i Tyrell 2006, s. 2-3]. Problemy RODAMCO zbiegły się z kryzysem francuskich SCPI, które inwestowały większość środków w nieruchomości zlokalizowane w obrębie Paryża. W latach 1991-1993 ceny nieruchomości komercyjnych spadły o połowę, zaś mieszkań o 25% [Mączyńska 2010, s. 5]. Te wydarzenia wpłynęły na krajowe regulacje i zmiany w działalności funduszy nieruchomości zwłaszcza w Niemczech i Szwajcarii. Niemieckie otwarte fundusze nieruchomości zostały zobligowane do inwestowania w płynne instrumenty finansowe (5-49% aktywów) w zależności od sytuacji rynkowej. Z kolei szwajcarskie fundusze uzyskały możliwość regulacji terminów umarzania tytułów uczestnictwa i wypłaty środków<sup>15</sup>. Dodatkowo zostały zastrzone przepisy regulujące skład portfeli inwestycyjnych funduszy. Przykładem ilustrującym zmiany w Europie są luksemburskie specjalistyczne fundusze nieruchomości (*specialised investment funds*, SIF). Powołane do życia w 1991 r. SIF pomimo że były skierowane wyłącznie do wąskiego grona inwestorów (fundusze emerytalne, banki i towarzystwa ubezpieczeniowe) musiały dywersyfikować portfele inwestycyjne w celu zmniejszenia ryzyka. Podobne rozwiązania prawne dotyczące dywersyfikowania portfela inwestycyjnego zostały zastosowane przy wprowadzaniu funduszy nieruchomości w Portugalii (1993 r.) i Włoszech (1994 r.).

Następnym ważnym wydarzeniem dla europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych lokujących aktywa na rynku nieruchomości jest wprowadzenie funduszy typu REITs w Belgii (1995 r.). Fundusze *société d'investissement en immobiliser à capital fixe / vastgoedbeleggingsvennootschap met vast kapitaal* (SICAFI), które można określić jako notowane na giełdzie fundusze inwestycyjne ze zmienną liczbą akcjonariuszy, których celem jest dystrybucja zwolnionych z podatku dochodów z najmu nieruchomości. W tym samym czasie w Turcji wprowadzono fundusze *Real Estate Investment Company* (REIC), które są zwolnionymi

<sup>14</sup> Niepodzielny papier wartościowy na okaziciela, reprezentujący jednakowe prawa majątkowe.

<sup>15</sup> W literaturze otwarte fundusze inwestycyjne, które mają możliwość nieodkupowania tytułów uczestnictwa na każde żądanie uczestnika określane są jako *semi-open ended funds*.

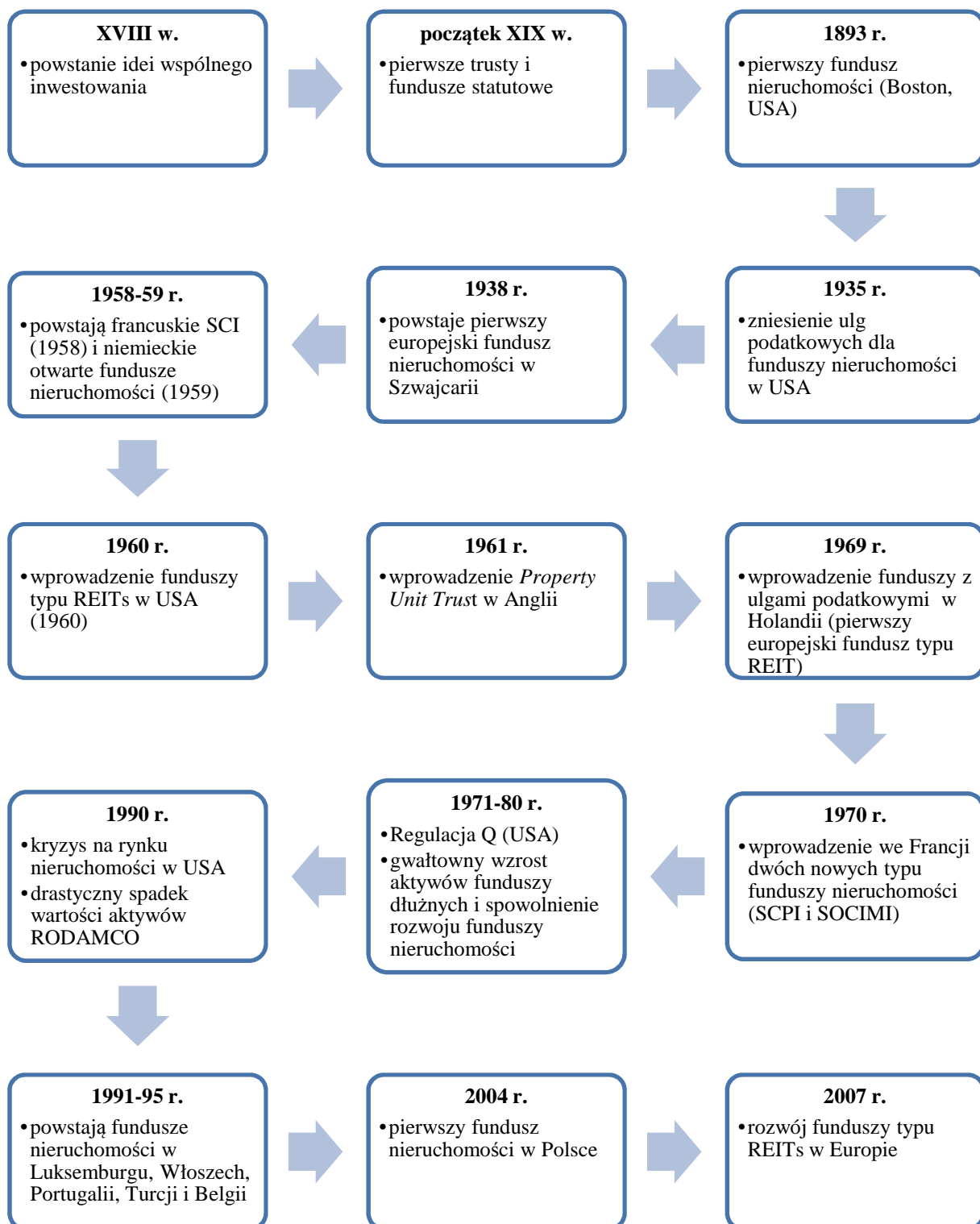
z podatku od zysków spółkami akcyjnymi notowanymi na giełdzie w Istambule [Trzebiński 2013b, s. 222]. Kolejnymi krajami, które wprowadziły REITs, są Grecja (1999 r.)<sup>16</sup>, Francja (2003 r.)<sup>17</sup> i Bułgaria (2004 r.). Następnymi krajami z dojrzałymi rynkami inwestycyjnymi, które umożliwiły funkcjonowanie REITs, były Niemcy, Włochy, Wielka Brytania, Luksemburg (2007 r.) i Hiszpania (2009 r.)<sup>18</sup>. Wśród państw z Europy środkowej REITs funkcjonuje, poza Bułgarią, tylko na Litwie (2007 r.). W pozostałych krajach tego regionu fundusze nieruchomości działają jako otwarte (Austria) i zamknięte fundusze (Czechy, Polska, Słowacja, Rumunia i Węgry).

---

<sup>16</sup> W Grecji funkcjonują dwa typy REITs – *Real Estate Mutual Funds* (REMF) i *Real Estate Investment Companies* (REIC). Konstrukcja REMF zbliżona jest do angielskich trusts i jednym z inwestorów musi być instytucja związana z rynkiem finansowym. Z kolei REIC inwestuje więcej niż 80% aktywów w nieruchomości komercyjne i wypłaca min. 35% zysku netto akcjonariuszom w formie dywidendy [Trzebiński 2013b, s. 220].

<sup>17</sup> Zaistnienie *Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées* (SIIC) we Francji spowodowało przekształcenie nielicznych funduszy SICOMI w SIIC.

<sup>18</sup> W 2009 r. fundusze REITs zostały wprowadzone także w Finlandii [Act 2009]. Według *European Public Real Estate Association* do końca 2012 r. nie powstał żaden fundusz REITs.



**Schemat 1. Najważniejsze wydarzenia w europejskim i amerykańskim rynku funduszy nieruchomości**

Źródło: opracowanie własne.

## 1.2. Rodzaje funduszy nieruchomości

Różnorodność stosowanych polityk inwestycyjnych przez zarządzających oraz ogromna liczba funduszy, które inwestują powierzone środki w różne klasy aktywów powoduje konieczność ich klasyfikacji. Uporządkowanie funduszy do odpowiednich grup ma na celu ułatwić inwestorom i innym podmiotom porównywanie oraz wybór odpowiedniego funduszu. Powszechnie stosowanymi kryteriami klasyfikacji funduszy inwestycyjnych są kryteria prawne i ekonomiczne, które w dalszej kolejności dzielone są na kolejne podkryteria.

W ramach kryterium prawnego fundusze inwestycyjne dzielone są według następujących podkryteriów:

- konstrukcja prawna,
- podleganie Dyrektywie UCITS,
- typ inwestora,
- opodatkowanie zysku funduszy inwestycyjnych,
- posiadanie osobowości prawnej,
- forma prawno-organizacyjna.

Najbardziej ogólnym podziałem funduszy jest uporządkowanie według konstrukcji prawnej. Zgodnie z tym kryterium wyróżnia się:

- fundusze otwarte (*open-ended funds*), w tym otwarte fundusze nieruchomości (*open-ended real estate funds*) – charakteryzują się zmienną wartością aktywów netto i liczbą inwestorów, wysokim poziomem dywersyfikacji. Aktywa lokowane są bezpośrednio lub pośrednio w nieruchomości oraz w inne otwarte fundusze nieruchomości,
- fundusze zamknięte (*closed-end funds*), w tym zamknięte fundusze nieruchomości (*closed-ended real estate funds*) – aktywa lokowane są bezpośrednio lub pośrednio w nieruchomości oraz w inne fundusze nieruchomości; zróżnicowany poziom dywersyfikacji i ryzyka, stała wartość aktywów netto i liczby inwestorów.

Obok funduszy otwartych i zamkniętych funkcjonują REITs – fundusze lokujące aktywa na rynku nieruchomości, posiadające specjalne statusy podatkowe, zazwyczaj zwolnienie z większości podatków na poziomie funduszu. W literaturze wyróżnia się dodatkowo fundusze półotwarte (*semi open-ended funds*), które dokonują odkupienia i umorzenia tytułów uczestnictwa w określonych terminach (najczęściej 1-2 razy do roku) oraz mogą prowadzić bardziej ryzykowną politykę inwestycyjną niż fundusze otwarte. Występują m.in. w Holandii, Szwajcarii i Polsce.

Fundusze podlegające Dyrektywie UCITS określane są jako fundusze UCITS, a niepodlegające – funduszami non-UCITS. W przypadku funduszy nieruchomości, wszystkie są funduszami non-UCITS. To powoduje, że fundusze te nie mogą korzystać z takich przywilejów, jak: powiadamianie nadzoru finansowego innego kraju o rozpoczęciu działalności zamiast procedury rejestracyjnej, uproszczone dokumenty informujące o celach funduszu i polityce inwestycyjnej.

Uwzględniając podkryterium typu inwestora fundusze klasyfikowane są jako:

- publiczne – mają najczęściej konstrukcję funduszu inwestycyjnego otwartego, których uczestnikami mogą być osoby fizyczne i prawne oraz podmioty nieposiadające osobowości prawnej,
- prywatne – powstają dla konkretnej grupy inwestorów; zazwyczaj inwestorów indywidualnych z wysokimi kapitałami. Najczęściej funkcjonują jako fundusze inwestycyjne zamknięte. Mogą lokować pozyskane środki w różne aktywa i prowadzić ryzykowną politykę inwestycyjną,
- specjalistyczne – zbliżone są do funduszy prywatnych, z tą różnicą, że są kierowane do inwestorów *well-informed* oraz posiadających osobowość prawną. Rozpowszechnione głównie w Niemczech i Austrii (*Specialfonds* dedykowane inwestorom instytucjonalnym) oraz Luksemburgu (*Specialised Investment Funds* dedykowane inwestorom *well-informed* i instytucjonalnym).

Jeśli fundusz publiczny jest spółką akcyjną, akcje powinny być dopuszczone do publicznego obrotu. Prywatne i specjalistyczne fundusze nie mają takiego obowiązku.

Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z 16 września 2011a] wprowadziła do polskiego prawodawstwa „pojęcie publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty”, które stosuje się do funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne dopuszczone do publicznego obrotu. Celem tej zmiany jest umożliwienie inwestorom odróżnienia funduszu kierowanego do szerokiego grona inwestorów od funduszy dedykowanych do określonych grup inwestorów.

W ramach podkryterium opodatkowanie zysku funduszy inwestycyjnych wyróżnia się fundusze opodatkowane i nieopodatkowane. Przykładem funduszy nieopodatkowanych są amerykańskie fundusze nieruchomości REITs i polskie fundusze inwestycyjne.

Następnym podkryterium jest posiadanie osobowości prawnej, które różnicuje fundusze na posiadające osobowość prawną i bez osobowości prawnej. Bezpośrednio z tym podziałem związane jest podkryterium formy prawno-organizacyjnej, które dzieli fundusze na:

- fundusze powiernicze (*unit trusts*) – istotą tych funduszy jest powierzenie środków przez inwestorów podmiotowi zarządzającemu funduszem, przy czym nie nawiązują się żadne prawne relacje między uczestnikami [Sas Kulczycka i in. 1998, s. 20-21],
- fundusze statutowe (lub korporacyjne, *corporate funds*) – poprzez zainwestowanie środków w fundusz inwestycyjny uczestnicy stają się udziałowcami spółki inwestycyjnej (z ograniczonymi prawami korporacyjnymi), która zarządza tym funduszem,
- fundusze umowne (lub kontraktowe, *contractual funds*) – podstawą funkcjonowania tych funduszy jest umowa zawarta między uczestnikami funduszu a samym funduszem, którym zarządza firma zarządzająca [Dyl 2001, s. 221-222].

Drugą grupą kryteriów klasyfikacji funduszy inwestycyjnych są kryteria ekonomiczne. W ramach tego kryterium fundusze inwestycyjne grupowane są najczęściej według podkryteriów:

- cel inwestycyjny,
- opłaty i prowizje,
- sposób zarządzania,
- styl inwestowania,
- forma udziału w dochodzie,
- składniki lokat,
- źródło dochodu<sup>19</sup>.

Cel inwestycyjny pozwala na sklasyfikowanie funduszy inwestycyjnych ze względu na założony przez zarządzających cel utworzenia funduszu, którym może być wzrost wartości aktywów, wzrost wartości aktywów poprzez lokowanie aktywów w spółki społecznie odpowiedzialne, wzrost i dochód lub inny określony w statucie/prospekcie informacyjnym. Do podstawowych celów funduszy inwestycyjnych zalicza się:

- zapewnienie bezpieczeństwa zainwestowanych w fundusz środków inwestorów – utrzymanie wartości zainwestowanych przez inwestorów środków,
- przynoszenie bieżącego dochodu uczestnikom funduszu – wypłata dywidend uczestnikom funduszu z wypracowanego przez fundusz zysku,
- wzrost wartości aktywów funduszu – zwiększenie majątku funduszu, poprzez działania inwestycyjne zarządzających funduszem.

---

<sup>19</sup> Rzadko stosowanym kryterium podziału funduszy inwestycyjnych jest ocena ratingowa, którą stosuje się głównie do funduszy obligacji i rynku pieniężnego. Ocenie agencji ratingowych podlegają także spółki zarządzające funduszami [Krawiec 2005, s. 288] (dotyczy przede wszystkim rynku funduszy inwestycyjnych w USA).

Podkryterium opłaty i prowizje stosowane jest głównie do rynku amerykańskiego i różnicuje fundusze na: *no-load funds* (bezprowizyjne) i *load funds* (prowizyjne).

Podkryterium sposób zarządzania funduszem, dzieli fundusze na aktywnie lub pasywnie zarządzane. Aktywne zarządzanie związane jest z podejmowaniem decyzji przez zarządzających o zmianach w portfelu inwestycyjnym. Celem takiego zarządzania może być uzyskanie lepszych wyników niż benchmark lub utrzymanie płynności finansowej (np. niemieckie otwarte fundusze nieruchomości, które zgodnie z prawem muszą zachowywać wysoki poziom bieżącej płynności). Pasywne zarządzanie zazwyczaj związane jest z określonym indeksem rynkowym i polega na odzwierciedleniu indeksu w portfelu inwestycyjnym funduszu (np. fundusze ETF związane z indeksem WIG).

Kolejne podkryterium – styl inwestowania dzieli fundusze inwestycyjne na trzy grupy (ze względu na poziom ryzyka inwestycji i oczekiwanych stóp zwrotu):

- bezpieczne – niskie ryzyko i stopy zwrotu; utrzymanie wartości zainwestowanych przez inwestorów środków, niski przyrost kapitału oraz niski lub bliski zeru poziom ryzyka, środki są lokowane prawie wyłącznie w papiery wartościowe o stałym dochodzie i różnych terminach zapadalności,
- zrównoważone (umiarkowane) – średnie ryzyko i stopy zwrotu; stabilny wzrost kapitałów funduszy poprzez zdywersyfikowanie portfela inwestycyjnego funduszu; styl stosowany przez fundusze mieszane (zrównoważone i stabilnego wzrostu),
- agresywne – wysokie ryzyko i stopy zwrotu; najczęściej stosowany przez fundusze akcji, które zmieniają strategie inwestycyjne w zależności od panującej sytuacji na rynku kapitałowym.

Powyższy podział stosowany jest do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, przy czym można go zastosować także do funduszy nieruchomości. Uwzględniając specyfikę funduszy nieruchomości można dokonać dalszego podziału na:

- fundusze *core* – fundusze dobrze zdywersyfikowane (bezpieczne),
- fundusze *core-plus* – niektóre z nieruchomości z portfela mogą wymagać nakładów inwestycyjnych (zrównoważone),
- fundusze *value-add* – możliwa działalność deweloperska i leasing nieruchomości (zrównoważone),
- fundusze *opportunistic* – repozycjonowanie źle zarządzanych lub przestarzałych nieruchomości (agresywne),



- fundusze *debt* – fundusze udzielające ryzykownych pożyczek innym podmiotom (agresywne) [Kuzmicki i Simunac 2008, s. 6]<sup>20</sup>.

Biorąc pod uwagę formę udziału w dochodzie wyróżnia się fundusze tezauryzujące (osiągane dochody są w całości reinwestowane, np. polskie fundusze nieruchomości) oraz dystrybucyjne (wypłacają osiągnięte dochody uczestnikom, np. amerykańskie REITs).

Uwzględniając składniki lokat fundusze dzielone są na: akcyjne, mieszane (hybrydowe), dłużne, rynku pieniężnego i inne (w tym fundusze nieruchomości). W przypadku funduszy nieruchomości, w szczególności REITs, podział jest głębszy i wyróżnia się fundusze: mieszkalne, komercyjne, przemysłowe, magazynowe, hotelowe, specjalistyczne (np. szpitale, kopalnie), zdywersyfikowane (inwestycje w różne obiekty), hipoteczne i mieszane.

Ostatnie podkryterium ekonomiczne, źródło dochodu, stosowane jest tylko do funduszy REITs. Według tego kryterium fundusze dzielone są na:

- dochodowe (*equity*) – aktywa lokowane w przynoszące przychody nieruchomości,
- hipoteczne – aktywa lokowane w obligacje hipoteczne (*mortgage-backed securities*) lub kredyty zabezpieczone hipotecznie,
- mieszane – stosują politykę inwestycyjną funduszy dochodowych i hipotecznych [Chan, Erickson i Wang 2003, s. 17-18].

Najczęściej stosowanym podziałem funduszy inwestycyjnych jest kryterium konstrukcji prawnej oraz składników lokat. W Europie wyróżnia się pięć podstawowych typów funduszy: akcji, rynku pieniężnego, dłużne, różnych aktywów i *Absolute Return Innovative Strategies* (ARIS). Dodatkowo fundusze klasyfikowane są jako inne, w tym otwarte i zamknięte fundusze nieruchomości oraz REITs (klasyfikacja EFAMA). W Polsce fundusze inwestycyjne klasyfikowane są jako: akcji, gotówkowe i rynku pieniężnego, dłużne, mieszane, aktywów niepublicznych, absolutnego zwrotu, surowcowe, sekurytyzacyjne i nieruchomości (klasyfikacja IZFiA). W USA – akcyjne, rynku pieniężnego, dłużne, hybrydowe i REITs (klasyfikacja ICI). Ostatni typ funduszy dzielony jest dodatkowo z wykorzystaniem kryterium ekonomicznego – źródło dochodu.

Najczęściej stosowany w literaturze podział funduszy nieruchomości, czyli konstrukcja prawna, przedstawiono w tabeli 3.

---

<sup>20</sup> Szerzej w rozdziale 4.1.

**Tabela 3. Klasyfikacja funduszy nieruchomości w Europie i USA z podziałem na kraje występowania**

<b>Kraj</b>	<b>Fundusze inwestycyjne otwarte (<i>opened-ended real estate funds</i>)</b>	<b>Fundusze inwestycyjne zamknięte (<i>closed-ended real estate funds</i>)</b>	<b>REITs</b>	<b>Fundusze Specjalistyczne</b>
Austria	x	x		x
Belgia	x	x	x	
Bułgaria		x	x	
Czechy	x	x		x
Finlandia			x	
Francja	x	x	x	x
Grecja			x	
Hiszpania	x		x	
Holandia		x	x	x
Irlandia	x	x		
Litwa			x	
Luksemburg	x	x	x	x
Niemcy	x	x	x	x
Polska	x	x		
Portugalia	x	x		
Rumunia		x		
Słowacja	x	x		
Szwajcaria	x	x		
Turcja			x	
USA		x	x	
Węgry	x	x	x	
Wielka Brytania	x		x	
Włochy		x	x	

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EFAMA/KPMG 2010; PWC 2010, 2011].

Najważniejszym kryterium pozwalającym na zakwalifikowanie danego funduszu jako nieruchomości jest ulokowanie określonego poziomu aktywów na rynku nieruchomości. O minimalnej wysokości tego poziomu decydują krajowe regulacje prawne oraz zasady klasyfikacji stosowane przez związane z rynkiem funduszy inwestycyjnych organizacji. Zalecane poziomy inwestycji w nieruchomości w krajach Europy i USA (tabela 4.) zależą od konstrukcji prawnej funduszu oraz typu inwestora:

- bez określenia minimalnego poziomu – m.in. Bułgaria, Holandia, niemieckie fundusze specjalistyczne,
- określony procentowo – m.in. Grecja i Turcja,
- określony ilościowo (liczba obiektów) – Austria i Niemcy,
- określony poziom inwestycji jednego inwestora – Czechy, Irlandia i Luksemburg.

**Tabela 4. Minimalne poziomy inwestycji w nieruchomości**

Kraj	Minimalny poziom inwestycji w nieruchomości		
	fundusze inwestycyjne otwarte lub zamknięte	REITs	fundusze specjalistyczne
Austria	10 obiektów w 4 lata <sup>1</sup>		5 obiektów w 4 lata
Belgia	brak regulacji	brak regulacji	Nd
Bułgaria	nd	brak regulacji	nd
Czechy	brak regulacji	nd	40 350 euro <sup>2</sup>
Finlandia	nd	80%	nd
Francja	60%	brak regulacji	brak regulacji
Grecja	nd	80%	nd
Hiszpania	70%	80%	nd
Holandia	brak regulacji	brak regulacji	brak regulacji
Irlandia	100 000 euro <sup>2</sup>	nd	nd
Luksemburg	brak regulacji	brak regulacji	125 000 euro <sup>2</sup>
Niemcy	10 obiektów	75%	brak regulacji
Polska	80% (oraz minimum 4 obiekty) <sup>3</sup>	nd	40 000 euro <sup>2</sup>
Portugalia	75%	nd	nd
Szwajcaria	brak regulacji	nd	nd
Turcja	nd	75%	nd
USA	nd	75%	nd
Wielka Brytania	brak regulacji	nd	nd
Włochy	80%	nd	nd

nd – nie dotyczy

<sup>1</sup> dotyczy tylko otwartych funduszy

<sup>2</sup> minimalna wpłata przez jednego inwestora indywidualnego; nie dotyczy inwestorów instytucjonalnych

<sup>3</sup> dotyczy tylko inwestycji bezpośrednich

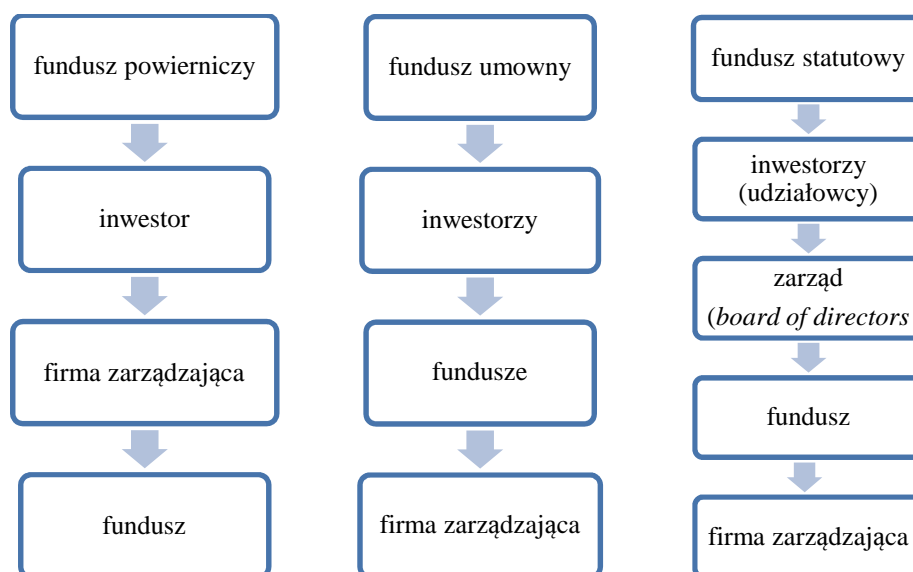
Źródło: opracowanie własne na podstawie [PWC 2009, 2010, 2011].

W przypadku polskich funduszy ustawa o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z 27 maja 2004] określa tylko liczbę nieruchomości, które muszą wchodzić w skład portfela inwestycyjnego w przypadku bezpośrednich inwestycji (minimum cztery obiekty). Dodatkowo IZFiA wymaga w przeciągu trzech lat od daty rejestracji funduszu zaangażowania co najmniej 80% aktywów w nieruchomości i celem funduszu musi być uzyskiwanie przychodów z najmu tych nieruchomości lub wzrostu wartości aktywów w wyniku zwiększenia wartości posiadanych przez fundusz (pośrednio i bezpośrednio) obiektów.

### 1.3. Zasady działania funduszy nieruchomości

Fundusze nieruchomości umożliwiają szerokiemu kręgowi inwestorów na lokowanie środków na rynku nieruchomości poprzez zniesienie bariery wysokich kapitałów. Stosowane przez fundusze strategie inwestycyjne i składowe portfeli inwestycyjnych zależą od struktury

organizacyjno-prawnej funduszy. Jak wspomniano w poprzednim rozdziale fundusze inwestycyjne mogą funkcjonować jako powiernicze, umowne i statutowe.



**Schemat 2. Struktury prawno-organizacyjne funduszy inwestycyjnych**

Źródło: opracowanie własne.

Główną różnicą między tymi formami prawnymi jest stosunek własności, co przedstawiono na schemacie 2. Fundusze powiernicze opierają się na indywidualnej własności i powierniczemu przekazaniu środków firmie zarządzającej funduszem. Fundusze umowne regulują stosunek własności poprzez umowę zawartą między inwestorem a funduszem (jeśli posiada osobowość prawną) lub firmą zarządzającą. Własność może mieć charakter powierniczy lub współwłasności. Firma zarządzająca jest prawnie, organizacyjnie i majątkowo wydzielona od funduszu. Jest to najbardziej elastyczna forma prawna funduszy ze względu na możliwość zarządzania wieloma funduszami przez jedną firmę. Z kolei w funduszach statutowych, które funkcjonują jako spółki prawa handlowego, inwestorzy nabywają akcje stając się jednocześnie udziałowcami. To oznacza nabycie przez inwestorów praw korporacyjnych i połączenie ich wkładów z majątkiem spółki. Fundusz statutowy może być zarządzany wewnętrznie lub przez firmę zewnętrzną<sup>21</sup>.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 5. fundusze powiernicze występują w krajach anglosaskich i na Litwie, umowne w USA i prawie wszystkich krajach Europy oraz korporacyjne w większości krajów europejskich. W Polsce fundusze inwestycyjne, w tym nieruchomościowe,

<sup>21</sup> Przedstawiony powyżej podział funduszy inwestycyjnych ze względu na formę prawno-instytucjonalną należy rozumieć jako dopuszczalne formy, a nie jako sposób regulacji uprawnień i obowiązków [Borowski 2011, s. 68].

mości, mogą przyjmować tylko jedną formę prawno-organizacyjną – funduszu umownego<sup>22</sup>. Fundusze nieruchomości funkcjonują w krajach europejskich i USA wykorzystując wszystkie dostępne formy prawno-organizacyjne, z wyjątkiem Litwy i Turcji (tylko fundusze statutowe) oraz Rumunii (tylko fundusze umowne).

**Tabela 5. Dopuszczalne formy prawno-organizacyjne funduszy inwestycyjnych w Europie i USA**

Kraje	Fundusze statutowe	Fundusze umowne	Fundusze powiernicze
Austria		x	
Belgia	x	x	
Bułgaria	x	x	
Cypr	x	x	x
Czechy	x	x	
Dania		x	
Estonia	x	x	
Finlandia		x	
Francja	x	x	
Grecja	x	x	
Hiszpania	x	x	
Holandia	x	x	
Irlandia	x	x	x
Litwa	x	x	x
Luksemburg	x	x	
Malta	x	x	x
Niemcy	x	x	
Norwegia	x		
Polska		x	
Portugalia	x	x	
Rumunia	x	x	
Słowacja		x	
Słowenia	x	x	
Szwajcaria		x	
Szwecja		x	
Turcja	x	x	
USA		x	x
Węgry	x		
Wielka Brytania	x		x
Włochy	x	x	

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Dzigułska i in. 2005, s. 27; EFAMA / KPMG 2010, s. 37].

<sup>22</sup> Szerzej o zasadach funkcjonowania polskich funduszy nieruchomości w rozdziale 2.1.

Charakterystyczne cechy nieruchomości determinują możliwości inwestowania, które mają dwie podstawowe formy: bezpośrednią i pośrednią. Bezpośrednie inwestycje obejmują nabywanie praw własności do nieruchomości lub udziałów oraz nabywanie gruntów i w późniejszym terminie budowanie na nich obiektów. Pośrednie inwestycje pozwalają na inwestowanie w nieruchomości przy ograniczonych kapitałach i braku odpowiedniej wiedzy oraz pozwalają na pasywny sposób zarządzania zainwestowanymi środkami. Inwestycje pośrednie obejmują m.in. nabywanie akcji, obligacji i udziałów firm funkcjonujących na rynku nieruchomości, tytułów uczestnictwa innych funduszy nieruchomości.

Według Jurek-Maciak [2007] obok bezpośrednich i pośrednich inwestycji w nieruchomości fundusze inwestycyjne korzystają również z semi-bezpośredniego sposobu. Polega on na tworzeniu przez fundusz nieruchomości spółek zależnych (celowych), które odpowiedzialne są za przeprowadzenie konkretnej transakcji. Ten sposób inwestycji pozwala na:

- ograniczenie ryzyka inwestycji całego funduszu (spółka celowa inwestuje w jeden rodzaj nieruchomości, a to umożliwia dokładniejsze określenie szans i zagrożeń powodzenia przedsięwzięcia),
- prostsze i przejrzyste dla uczestników funduszu rozliczenie inwestycji funduszu w nieruchomości,
- uzyskanie finansowania od funduszu, który udzielając pożyczki spółce celowej eliminuje konieczność spełniania warunków, jakie wymagałyby banki oraz obniża koszty finansowania.

Inwestowanie bezpośrednio i pośrednio na rynku nieruchomości ma zalety i wady. Największymi wadami inwestowania bezpośredniego jest wysoka kapitałochłonność, zamrożenie kapitału i niska płynność. Wady te eliminuje inwestowanie pośrednie, które wymaga zdecydowanie niższych kapitałów niż bezpośrednie inwestycje. Dodatkowo możliwość obrotu certyfikatami inwestycyjnymi na rynku wtórnym i odkupienie ich przez fundusz umożliwia wycofanie środków z inwestycji przed planowanym zakończeniem. Najważniejsze zalety, wady i ryzyka inwestycji (bezpśrednich i pośrednich) na rynku nieruchomości przedstawione są w tabeli 6.

**Tabela 6. Porównanie inwestycji bezpośrednich i pośrednich**

	<b>Inwestycje bezpośrednie</b>	<b>Inwestycje pośrednie</b>
Zalety	Zabezpieczenie przed inflacją Niska korelacja z rynkiem akcji Źródło bieżących dochodów (przychody z najmu) Źródło przychodów pozaczynszowych (np. reklamy na obiekcie) Składnik dywersyfikacji portfela inwestycyjnego	Niższa kapitałochłonność Pasywne zarządzanie Wyższa płynność <sup>1</sup> Podzielność Możliwość uzyskania bieżących dochodów <sup>2</sup> Możliwość zarabiania przy spadku cen nieruchomości <sup>3</sup> Składnik dywersyfikacji portfela inwestycyjnego Dopasowanie portfela lokat zgodnie z indywidualnymi potrzebami
Wady	Wysoka kapitałochłonność Zablokowanie kapitału <sup>4</sup> Aktywne zarządzanie Niska płynność Niepodzielność Wymagany wysoki poziom wiedzy i znajomości zasad funkcjonowania rynku nieruchomości	Wyższa korelacja z rynkiem akcji Brak wpływu na wybór składowych portfela inwestycyjnego Wyższe koszty inwestycji Ograniczony dostęp do informacji
Ryzyka	Ryzyko koncentracji jednego rodzaju nieruchomości	Ryzyko koncentracji jednego typu aktywów Kumulacja ryzyk
	Ryzyko bankructwa firmy zarządzającej Ryzyko walutowe Ryzyko prawno-podatkowe Ryzyko stóp procentowych (dotyczy korzystania przez zarządzających z kredytów bankowych) Ryzyko rynku nieruchomości Ryzyko makroekonomiczne	

<sup>1</sup> W przypadku otwartych funduszy nieruchomości tytuły uczestnictwa odkupywane są od uczestników na bieżąco, w przypadku zamkniętych funduszy umarzanie certyfikatów inwestycyjnych następuje w określonych okresach. Istnieje również możliwość sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych na giełdzie. W tym przypadku o płynności decyduje popyt.

<sup>2</sup> Niektóre fundusze nieruchomości (zwłaszcza REITs) wypłacają uczestnikom coroczne dywidendy.

<sup>3</sup> Spadek cen nieruchomości powoduje, że fundusz po niższych kosztach może kupować nieruchomości.

<sup>4</sup> Nie jest uwzględniana sytuacja odzyskania kapitału poprzez kredyt hipoteczny.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Kucharska-Stasiak 2006, s. 192-193; Wiśniewska 2011, s. 58].

Fundusze nieruchomości mogą stosować różne polityki inwestycyjne, których zasady podporządkowane są osiągnięciu założonych przez fundusz celów inwestycyjnych. Do podstawowych celów zalicza się: zapewnienie bezpieczeństwa zainwestowanych w fundusz środków inwestorów, przynoszenie bieżącego dochodu uczestnikom i wzrost wartości aktywów funduszu. Listę tę należy uzupełnić o jeszcze jeden cel – zachowanie bieżącej płynności finansowej. Cel ten dotyczy głównie otwartych funduszy nieruchomości, które zobowiązane są do ciągłego odkupywania i umarzania tytułów uczestnictwa.

Powyższe cele mogą występować pojedynczo lub łącznie. Realizowane są przez zarządzających funduszami poprzez wybór strategii inwestycyjnej i odpowiednie kształtowanie udziału różnych aktywów w portfelach inwestycyjnych.

Składowe portfeli inwestycyjnych funduszy nieruchomości można podzielić na dwie grupy: instrumenty finansowe niezwiązane z rynkiem nieruchomości (przede wszystkim lokaty bankowe, waluty, papiery wartościowe i gotówka) oraz instrumenty finansowe rynku nieruchomości, w skład których wchodzi:

- obligacje hipoteczne (*mortgage-backed securities*),
- hipoteczne listy zastawne (*mortgage loans*),
- kredyty mieszkaniowe zabezpieczone hipoteką,
- certyfikaty inwestycyjne funduszy nieruchomości,
- hipoteczne instrumenty pochodne,
- instrumenty pochodne [Planeta 2002; Pluta 2002; Jajuga i Jajuga 2007, s. 35-36],
- obiekty – mieszkalne, handlowe, biurowe, przemysłowe, hotele, magazyny, szpitale i inne (np. kopalnie),
- akcje spółek lub udziały w spółkach funkcjonujących na rynku nieruchomości (np. deweloperzy, firmy zarządzające nieruchomościami),
- akcje spółek lub udziały w spółkach posiadające znaczną część majątku w nieruchomościach, w tym spółki celowe tworzone przez fundusze nieruchomości.

O udziale poszczególnych aktywów w portfelu inwestycyjnym decydują przede wszystkim uwarunkowania prawne (forma prawna), cele inwestycyjne funduszu oraz cykl koniunkturalny panujący na rynku nieruchomości [Leszczuk 2011, s. 34]. Przykładowe zasady strategii inwestycyjnych wynikających z regulacji prawnych i założeń zarządzających przedstawione są w tabeli 7.



**Tabela 7. Przykładowe zasady strategii inwestycyjnych funduszy nieruchomości**

Kraj	Składniki portfeli inwestycyjnych oraz restrykcje prawne
Austria	Nieruchomości, certyfikaty inwestycyjne innych funduszy nieruchomości, akcje i inne instrumenty finansowe.
Belgia (SICAFI)	Nieruchomości, akcje firm związanych z rynkiem nieruchomości. Maksymalnie 20% aktywów w jeden obiekt. Brak możliwości uzyskiwania i udzielania kredytów.
Bułgaria	Nieruchomości zlokalizowane tylko na terenie Bułgarii, obligacje hipoteczne (do 10% aktywów), akcje firm związanych z rynkiem nieruchomości (do 10% aktywów). Fundusz nie może zarządzać posiadanymi nieruchomościami.
Finlandia	Nieruchomości mieszkalne lub akcje firm wynajmujących nieruchomości mieszkalne (min. 80% aktywów).
Grecja (REITs)	Nieruchomości komercyjne (min. 80% aktywów), różne instrumenty finansowe (do 10% aktywów). Maksymalnie 25% aktywów w jeden obiekt. Nieruchomość może zostać sprzedana nie wcześniej niż rok po jej nabyciu przez fundusz.
Holandia ( <i>Corporate Funds with Vrijgestelde beleggingsinstelling</i> )	Głównie w instrumenty finansowe. Brak możliwości bezpośrednich inwestycji w nieruchomości. Dopuszczane są inwestycje pośrednie w nieruchomości zlokalizowane na terenie Holandii.
Portugalia (zamknięte fundusze nieruchomości)	Nieruchomości, akcje spółek związanych z rynkiem nieruchomości, tytuły uczestnictwa innych funduszy nieruchomości (min. 75% wartości aktywów).
Portugalia (otwarte fundusze nieruchomości)	Zasady inwestowania aktywów jak w zamkniętych funduszach nieruchomości. Dodatkowo obiekty w budowie nie mogą przekraczać 25% aktywów, na nabycie jednego obiektu fundusz może przeznaczyć maksymalnie 20% aktywów oraz wysokość kredytów nie może przekroczyć 33% aktywów.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [EFAMA / KPMG 2010; PWC 2010].

Strategie inwestycyjne funduszy nieruchomości przy uwzględnieniu składowych portfeli inwestycyjnych i ryzyka inwestycyjnego można ogólnie podzielić na:

- klasyczne (aktywne) – strategie oparte na posiadaniu przez fundusz obiekty, które naberają na wartości w czasie i jednocześnie przynoszą bieżący przychód, nadwyżki pieniężne lokowane są w krótkoterminowe instrumenty finansowe; strategia stosowana m.in. przez polskie fundusze nieruchomości,
- agresywne – środki lokowane w akcje, jeden rodzaj nieruchomości lub obiekty obciążone wysokim ryzykiem inwestycyjnym (np. kopalnie, SPA), celem funduszu jest wzrost wartości aktywów funduszu; strategie stosowane głównie przez amerykańskie fundusze REITs (w szczególności *equity* REITs),
- bezpieczne – fundusz lokuje posiadane środki głównie w papiery wartościowe (obligacje zabezpieczone hipotecznie, hipoteczne listy zastawne), co wynika z celu inwestycyjnego funduszu – zapewnienie bezpieczeństwa posiadanych aktywów przez fun-

dusz; strategie stosowane głównie przez amerykańskie hipoteczne REITs i brytyjskie fundusze nieruchomości<sup>23</sup>,

- mieszane – połączenie różnych strategii, np. niemieckie otwarte fundusze nieruchomości łączą strategie klasyczną i bezpieczną<sup>24</sup>.

Zarządzający funduszami nieruchomości w wyborze strategii inwestycyjnych kierują się nie tylko wybranymi celami inwestycyjnymi funduszu, ale także ograniczeniami wynikającymi z przepisów prawnych i segmenty inwestorów, do których kierowany jest fundusz. Przykłady możliwych do wybrania strategii inwestycyjnych przy określonych celach inwestycyjnych przedstawione są w tabeli 8.

**Tabela 8. Przykładowe połączenia celu inwestycyjnego i strategii inwestycyjnej funduszy nieruchomości**

Cel inwestycyjny	Strategia inwestycyjna	Przeważająca grupa aktywów
Zapewnienie bezpieczeństwa zainwestowanych w fundusz środków inwestorów	Bezpieczna; klasyczna	Hipoteczne papiery wartościowe; nieruchomości
Przynoszenie bieżącego dochodu uczestnikom funduszu	Klasyczna; mieszana	Nieruchomości; akcje, nieruchomości, hipoteczne papiery wartościowe
Wzrost wartości aktywów funduszu	Agresywna; klasyczna	Akcje, nieruchomości wysokiego ryzyka (np. kopalnie); nieruchomości
Zachowanie bieżącej płynności finansowej przez fundusz	Mieszana	Hipoteczne papiery wartościowe, nieruchomości, akcje

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Trzebiński 2013a, s. 136].

Wybrany cel inwestycyjny i forma prawna funduszy nieruchomości decyduje o ich sposobie działania, a tym samym o strategii inwestycyjnej i rodzaju instrumentów finansowych, które wchodzi w skład portfeli inwestycyjnych. Fundusze nieruchomości mogą funkcjonować w sposób ciągły i czasowy. Funkcjonowanie ciągłe dotyczy funduszy, które nie mają określonej daty zakończenia działalności (głównie otwarte i półotwarte fundusze inwestycyjne). Polega na ciągłym budowaniu portfela inwestycyjnego przy zachowaniu określonego poziomu płynności. Skład portfela inwestycyjnego funduszu jest zmieniany w zależności od sytuacji panującej na rynku finansowym i regulacji prawnych. Przykładem funduszy

<sup>23</sup> W literaturze przedmiotu można spotkać jeszcze strategię gwarantowaną, która polega na inwestowaniu w takie instrumenty, aby inwestor nie poniósł straty. Fundusze stosujące tę strategię gwarantują bezpieczeństwo kapitału. Dlatego zasadne jest przyporządkowanie ich do funduszy z ochroną kapitału, co jest zgodne z zaleceniami i klasyfikacją stosowaną przez IZFiA w stosunku do polskich funduszy inwestycyjnych. Przykład: KBC Index Nieruchomości FIZ oraz KBC Index Nieruchomości II FIZ w literaturze opisywane są jako fundusze nieruchomości (ze względu na inwestowanie w inne fundusze nieruchomości), a IZFiA przyporządkowuje je do funduszy z ochroną kapitału.

<sup>24</sup> Szczegóły strategii stosowanych przez fundusze nieruchomości przedstawione są w rozdziale 4.1.

działających w tym modelu są niemieckie otwarte fundusze nieruchomości, których cele inwestycyjne są zbieżne z celami inwestycyjnymi funduszy wzrostu i dochodu z kapitału (zwiększanie wartości kapitału przy ograniczonym ryzyku) oraz hipoteczne REITs.

Funkcjonowanie czasowe wynika z utworzenia funduszu nieruchomości na określony czas, który średnio wynosi dziesięć lat, co związane jest cyklami inwestycyjnymi rynku nieruchomości. Średnio cykle takie trwają 5-6 lat i rozpoczynają się podwyżką cen oraz wzrostem zysków z inwestycji, co wynika z przewagi popytu nad podażą. W kolejnych fazach podaż stopniowo przewyższa popyt, co powoduje obniżanie cen i zysków z inwestycji [Szełągowska 2008, s. 127]. Średni czas trwania funduszu obejmuje 1,5-2 cykle inwestycyjne rynku nieruchomości.

Portfele inwestycyjne funduszy nieruchomości funkcjonujących w tym modelu dzielone są na dwie części: zmienną (płynne instrumenty finansowe; krótkoterminowe lokowanie nadwyżek pieniężnych funduszu) i stałą (lokaty związane z rynkiem nieruchomości, obiekty mieszkalne, komercyjne i inne). Głównymi instrumentami finansowymi, w które inwestują fundusze są nieruchomości. W modelu tym wyróżnia się trzy etapy:

- budowania portfela inwestycyjnego,
- zarządzania lokatami,
- likwidacji funduszu.

W trakcie budowania portfela inwestycyjnego zarządzający lokują środki w projekty związane z nieruchomościami o różnych przeznaczeniach (działania deweloperskie, zakup gotowych obiektów, modernizacja). Nadwyżka środków pieniężnych jest lokowana w płynne instrumenty finansowe. Etap ten trwa do trzech lat. Dopuszczalne jest także nabywanie nieruchomości poprzez spółki celowe. Najszerzej stosowane są rozwiązania wypracowane przez amerykańskie fundusze REITs, których spółki celowe (*operating partnership REIT*) nie muszą być w pełni zależne od funduszu. Jeżeli są w pełni zależne, to występuje struktura *umbrella partnership REIT* (UPREIT), a jeżeli nie to DOWNREIT. Struktura UPREIT powstaje poprzez włączenie istniejącej spółki posiadającej nieruchomości w nowo powstającą strukturę REITs, która może od tej pory korzystać z przywilejów podatkowych REITs oraz jego kapitałów pochodzących ze sprzedaży akcji czy udziałów. Struktura DOWNREIT opiera się na podobnej zasadzie funkcjonowania jak UPREIT i dotyczy już funkcjonujących funduszy oraz umożliwia spółce zależnej nabywać nieruchomości, które nie wchodzi w skład aktywów REITs [Chan, Erickson i Wang 2003, s. 48-50]. Europejskie fundusze nieruchomości stosują podobne rozwiązania jak amerykańskie REITs z zachowaniem rozdzielności majątku funduszu i spółek celowych.

W kolejnym etapie, zarządzania lokatami, nieruchomości zyskują na wartości w czasie i przynoszą bieżący przychód. Jest to najdłuższy etap w działalności funduszu i może trwać do ośmiu lat. W tym okresie zdarza się sprzedaż obiektu lub dokupienie nowych czy rozpoczęcie kolejnych inwestycji deweloperskich. W przypadku zamkniętych funduszy nieruchomości, które nie mają określonego terminu, na jaki zostały założone, zazwyczaj etap zarządzania lokatami kończy się wraz z wygaśnięciem umów najmu dotyczących nieruchomości funduszu [Skubiszewski 2006, s. 10].

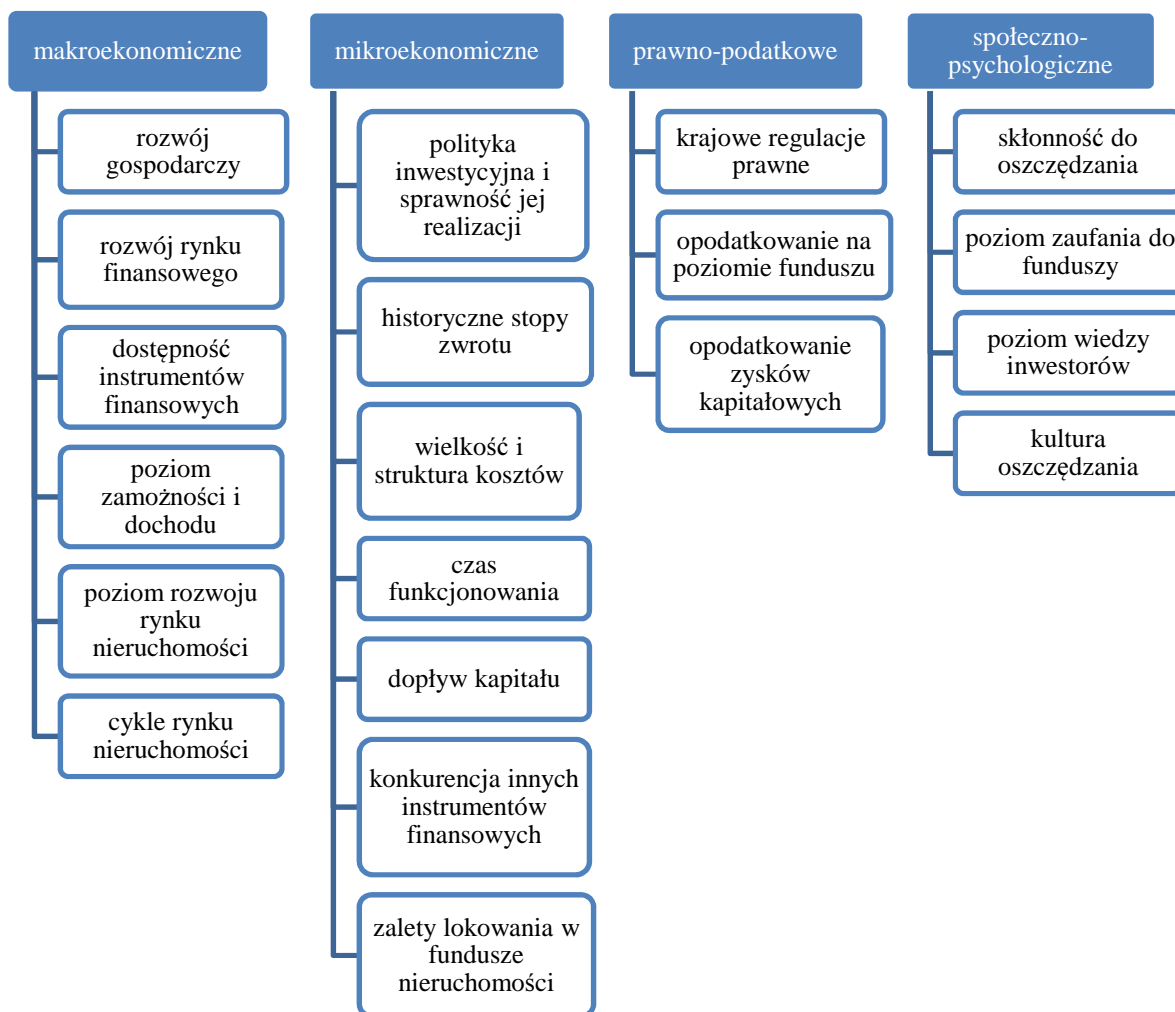
W ostatnim etapie, likwidacji funduszu, następuje spieniężenie wszystkich lokat i zakończenie działalności funduszu. Okres ten trwa średnio dwa lata, z możliwością przedłużenia o kolejne dwa.

#### **1.4. Charakterystyka determinant wpływających na fundusze nieruchomości**

Umiejscowienie funduszy nieruchomości na rynku finansowym jako pośrednika finansowego, inwestora oraz pożyczkobiorcę ma wpływ na kierunek i siłę oddziaływania otoczenia, w którym funkcjonują. Z otoczenia dalszego największe znaczenie dla rynku funduszy nieruchomości ma stopień rozwoju gospodarczego oraz regulacje prawne. W dalszej kolejności – pozostałe czynniki makroekonomiczne, mikroekonomiczne i determinanty społeczno-psychologiczne.

Powyższą listę można rozszerzyć o dodatkowe determinanty, które mają drugorzędne znaczenia. Są to czynniki techniczne i technologiczne, polityczne i inne.

Podział poszczególnych grup determinant wpływających na fundusze nieruchomości przedstawiono na schemacie 3.



**Schemat 3. Czynniki oddziałujące na rynek funduszy nieruchomości**

Źródło: opracowanie własne.

Rozwój gospodarczy kraju to proces zmian ilościowych w gospodarce (wzrost gospodarczy) oraz ilościowych i jakościowych, które nie sprowadzają się jedynie do przeobrażeń gospodarczych [Ratajczak 2000, s. 83]. Ten proces wyraża się w zwiększaniu i zmianie struktury zdolności wytwórczych gospodarki, produkcji towarów i usług oraz ich redystrybucji, wymiany i konsumpcji. Jednocześnie zmianom podlega mechanizm funkcjonowania gospodarki, formy i charakter stosunków ekonomicznych oraz formy i sposoby wpływu państwa na gospodarkę [Białoń i Marciniak 2013, s. 373-374]. Rozwój gospodarczy obejmuje nie tylko zmiany ilościowe (wyrażane jako wzrost gospodarczy), ale także zmiany jakościowe, którymi są m.in.:

- poprawa jakości życia społeczeństwa,
- zmiana technologii wytwarzania i postęp techniczny,
- powstawanie i rozwój nowoczesnych branż,

- zmiana modelu konsumpcji [Smaga 2013, s. 140],
- zmiana sposobów finansowania gospodarki,
- zmiana systemu polityczno-prawnego.

W literaturze podkreśla się wzajemne powiązanie między wzrostem gospodarczym i funduszami nieruchomości. Podłoża zależności należy upatrywać w funkcji funduszy nieruchomości – pośrednika finansowego oraz oddziaływania poziomu rozwoju gospodarczego na kształt rynku finansowego i poziomu zamożności społeczeństwa. Fundusze nieruchomości gromadzą w jednym miejscu środki wielu inwestorów i przekształcają je w kapitały długoterminowe, które finansują inwestycje o charakterze makro i mikro różnych podmiotów [Miziołek 2003, s. 4] oraz stabilizują wzrost gospodarczy<sup>25</sup>. W przypadku funduszy nieruchomości uwagę należy zwrócić także na powiązanie z rynkiem nieruchomości. W tej zależności fundusze nieruchomości funkcjonują zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej – dostarczają kapitałów podmiotom rynku nieruchomości i same są inwestorami na tym rynku.

Fundusze nieruchomości uczestniczą w transferze kapitałów i ryzyka przede wszystkim między rynkiem kapitałowym i rynkiem nieruchomości, co czyni je wrażliwymi na zmiany sytuacji ogólnogospodarczej i zawirowania na rynku nieruchomości. Fundusze nieruchomości reagują na zmiany zarówno w krótkim okresie (wpływ sytuacji ogólnogospodarczej), jak i w dłuższym (wpływ zmian zachodzących na rynku nieruchomości). Osłabienie wzrostu gospodarczego wpływa na pogorszenie kondycji finansowej firm, które są najemcami powierzchni posiadanej przez fundusze nieruchomości. W dłuższym horyzoncie czasowym następuje wzrost poziomu pustostanów i obniżenie stawek czynszu, co dla funduszy nieruchomościowych oznacza zmniejszenie bieżących przychodów. Zmniejszona aktywność gospodarcza ma także wpływ na prowadzone przez fundusze projekty deweloperskie. Wydłużeniu ulega czas sprzedaży, czy wynajmu powierzchni oraz zwiększeniu ulega koszt pozyskania najemców. Z drugiej strony jest to dobry czas na inwestowanie w niedowartościowane projekty czy obiekty. Natomiast przy ożywieniu gospodarczym fundusze nieruchomości korzystają ze wzrostu aktywności gospodarczej. Dzięki zmniejszaniu poziomu pustostanów i sprzedaży zakończonych projektów deweloperskich czy posiadanych obiektów zwiększają

---

<sup>25</sup> „Jak wykazały doświadczenia kryzysów lat 90-tych najbardziej trwały rozwój opiera się na finansowaniu go kapitałem z oszczędności własnych obywateli – kapitał zagraniczny w sytuacjach kryzysowych częściej zachowuje się jak kapitał spekulacyjny – jest wycofywany” [Biuro Zarządu IZFiA 2005, s. 2-3]. Fundusze nieruchomości są postrzegane przez inwestorów indywidualnych jako inwestycje długoterminowe, które chronią ich środki przed utratą wartości w czasie i dodatkowo wykorzystywane są do wspierania systemów emerytalnych.

bieżące przychody i zyski. Korzystają także ze wzrostu wartości posiadanych lokat, co przekłada się na wyższe stopy zwrotu.

Resumując im wyższy poziom rozwoju gospodarczego, tym bardziej rozbudowany rynek finansowy i szersze spektrum instrumentów finansowych dostępnych dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Dzięki m.in. funduszom nieruchomości oszczędności społeczeństwa przekształcane są w kapitały długoterminowe, które finansują działalność podmiotów prywatnych i państwowych oraz wspierają dalszy wzrost gospodarczy.

Fundusze nieruchomości funkcjonują na rynku finansowym jako pośrednicy i inwestorzy, co wpływa na tworzenie instrumentów finansowych w dwojaki sposób. Fundusze nieruchomościowe oferują nowe instrumenty finansowe, jak również stymulują inne podmioty do tworzenia dla nich instrumentów (jest to szczególnie widoczne w krajach rozwijających się, w których rynki finansowe są mało rozwinięte). Uwagę należy zwrócić także na inne rynki zaliczane do rynku finansowego. Rynek bankowy odgrywa ważną rolę w finansowaniu rynku nieruchomości oraz wykorzystany jest przez fundusze nieruchomości do lokowania nadwyżek aktywów i stanowić może również źródło finansowania inwestycji funduszy. Rynek pieniężny wykorzystywany jest przez fundusze nieruchomości do lokowania nadwyżek środków pieniężnych posiadanych przez fundusze. Z kolei rynek instrumentów pochodnych może być zarówno wykorzystywany przez fundusze nieruchomości do lokowania nadwyżek pieniężnych, jak również do oferowania własnych instrumentów pochodnych.

Fundusze nieruchomości przyczyniają się do rozwoju i stabilizacji rynków kapitałowych poprzez dopuszczanie do obrotu wtórnego wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych oraz funkcjonowanie jako spółki, których udziały notowane są na giełdach (dotyczy funduszy typu REITs).

Niezależnie od konstrukcji prawnej fundusze nieruchomości kierowane są do szerokiego grona inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Ceny emisyjne certyfikatów inwestycyjnych (lub udziałów) ustalane są w zależności od docelowej grupy inwestorów. Może to być zarówno 100 zł, jak i kilka milionów zł.

Fundusze nieruchomości pozwalają inwestorom na ominięcie bariery kapitałochłonności rynku nieruchomości oraz dzięki różnym strategiom inwestycyjnym oferują instrumenty o różnym poziomie ryzyka. Natomiast działania zarządzających funduszami,

mającymi na celu zmniejszenie wpływu asymetrii informacji i ryzyka nadużycia<sup>26</sup> zwiększają bezpieczeństwo powierzonych im aktywom. W rezultacie inwestorzy uzyskują więcej możliwości inwestycyjnych i mogą wpływać na zwiększenie płynności ulokowanych kapitałów. Zgromadzone środki przez fundusze nieruchomości są transferowane między rynkiem finansowym i rynkiem nieruchomości. Zwiększeniu ulega wartość ulokowanych aktywów na tych rynkach i tym samym ich dalszy rozwój, co przekłada się na wzrost gospodarczy.

Kolejnym makroczynnikiem jest poziom rozwoju rynku nieruchomości. Przy niskim poziomie rozwoju rynku nieruchomości rynek funduszy inwestycyjnych lokujących aktywa na tym rynku jest mały oraz wykazuje powolny i ograniczony wzrost. Fundusze występują po stronie podażowej lub popytowej dostosowując się do rynku nieruchomości. W miarę podnoszenia poziomu rozwoju rynku nieruchomości wzrasta jego oddziaływanie na fundusze nieruchomości. Oddziaływanie staje się bardziej skomplikowane i pojawiają się relacje zwrotne. Fundusze inwestycyjne stają się aktywnymi podmiotami rynku nieruchomości oraz uczestniczą w kształtowaniu popytu i podaży. Wyższy poziom rozwoju rynku nieruchomości wpływa także na jego funkcjonowanie. Z rynku przekształca się w system, który składa się z czterech głównych podsystemów: obrotu nieruchomościami<sup>27</sup>, inwestowania w nieruchomości, finansowania nieruchomości i zarządzania nieruchomościami [Bryx 2006, s. 88]. Fundusze nieruchomościowe zwiększają zasób powierzchni dostępnej w podsystemie obrotu nieruchomościami i wpływają na jego kształt przedmiotowy poprzez dostarczanie powierzchni o różnym przeznaczeniu. Dostarczane są głównie powierzchnie inne niż mieszkaniowe (m.in. centra logistyczne, galerie handlowe, biura).

Zwiększony popyt na nieruchomości o różnych funkcjach wpływa na podsystem inwestowania, który dostarcza nowy zasób do podsystemu obrotu. Aktywną rolę w tym podsystemie odgrywają fundusze nieruchomości, które inwestują w budowanie nowych obiektów lub modernizują stare. Z kolei te działania oddziałują na podsystem finansowania nieruchomości. Fundusze inwestycyjne dostarczają kapitały na rynek nieruchomości i tym samym zmniejszają udział banków w tym podsystemie. Obok funduszy nieruchomości aktywnymi uczestnikami stają się także firmy leasingowe i fundusze emerytalne. Źródłem kapitału dla

---

<sup>26</sup> Dzięki wykwalifikowanej kadrze, monitorowaniu drugiej strony transakcji, wykorzystywaniu narzędzi do zarządzania ryzykiem i oceny sytuacji na rynku nieruchomości (np. indeks rynkowy *FTSE NAREIT U.S. Real Estate Index*).

<sup>27</sup> Celem tego podsystemu jest przenoszenie prawa własności do nieruchomości między uczestnikami rynku poprzez sprzedaż, wynajem i dzierżawę.



funduszy nieruchomości są również podmioty zarządzające publicznymi środkami, które przeznaczane są na inwestycje infrastrukturalne.

Podnoszenie poziomu rozwoju rynku nieruchomości powoduje zmianę w podsystemie zarządzania. Jego podstawowa rola, czyli zarządzanie nieruchomością w celu utrzymania prawidłowego funkcjonowania, zostaje rozszerzona o działania mające za zadanie zwiększenie dochodowości nieruchomości (np. poprzez oferowanie powierzchni reklamowej) i wzrost wartości w czasie. Powoduje to zmianę roli zarządzających, którzy stają się konsultantami aktywnie uczestniczącymi w każdym etapie inwestowania na rynku nieruchomości. Fundusze nieruchomości wpływają na ten podsystem także poprzez zwiększanie zapotrzebowania na zarządzających nieruchomościami, jak również same mogą oferować takie usługi.

Rynek nieruchomości związany jest nie tylko z cyklem koniunkturalnym, ale także sam wykazuje cykliczny charakter. W fazie ożywienia gospodarczego występuje niedobór nieruchomości, co jest konsekwencją wstrzymania działań deweloperskich w poprzedniej fazie cyklu. Następuje wzrost stawek czynszu, zwiększeniu ulega aktywność deweloperów, wzrost wartości nieruchomości, zwiększenie zapotrzebowania na kapitały zewnętrzne i spadek pustostanów. Gdy wskaźniki aktywności gospodarczej osiągną wysoki poziom, zaczyna się faza hossy. Stawki czynszów nadal rosną, podaż zrównuje się z popytem, deweloperzy nadal aktywnie inwestują w nowe nieruchomości (pojawiają się działania spekulacyjne). Fundusze nieruchomości wykorzystują tę fazę do sprzedaży niskodochodowych nieruchomości. W końcowym etapie hossy dochodzi do nadpodaży powierzchni, wzrostu popytu na kapitał i zwiększenia kosztu jego pozyskania. Następuje zaostrzenie polityki kredytowej i spadku skłonności do inwestowania. Cykl koniunkturalny wskazuje tendencje spadkową. Następuje przejście do fazy spowolnienia – popyt na nieruchomości wykazuje tendencje spadkową, co w połączeniu z wprowadzeniem na rynek obiektów, których budowa rozpoczęta była we wcześniejszych fazach, powoduje nadpodaż i obniżanie czynszów, zwiększanie liczby pustostanów, spadek wartości nieruchomości. W czwartej fazie cyklu, czyli fazie recesji nadal oddawane są nowe nieruchomości, ale popyt na nie ciągle maleje. Stawki czynszów i ceny nieruchomości wykazują dalszą tendencje spadkową. Zwiększeniu ulega ryzyko kredytodawców i inwestycji, co prowadzi do wstrzymania działań deweloperskich. W tej fazie fundusze nieruchomości dokonują zakupu dochodowych nieruchomości po obniżonych cenach.

Następną grupą determinant wpływających na rynek funduszy nieruchomości są czynniki mikroekonomiczne.

Realizowana strategia inwestycyjna przez zarządzających funduszami nieruchomości wpływa na poziom ryzyka inwestycyjnego. Różnorodność stosowanych polityk inwestycyj-

nych powoduje, że fundusze nieruchomościowe charakteryzują się poziomem ryzyka od niskiego do bardzo wysokiego. Realizowane strategie inwestycyjne uzależnione są od rodzaju inwestorów, do których fundusze są kierowane. Publiczne fundusze wykazują średnią lub wysoką dywersyfikację obiektów pod względem ilości, funkcji i lokalizacji geograficznej. Prywatne i specjalistyczne fundusze, które kierowane są do wąskiego grona inwestorów, nie muszą dywersyfikować portfeli inwestycyjnych i mogą inwestować środki w jeden rodzaj nieruchomości czy nietypowe obiekty (przemysłowe, rekreacyjne, medyczne).

Strategie inwestycyjne funduszy nieruchomości określają także źródła finansowania bieżącej działalności. Część funduszy decyduje się na jednorazowe pozyskanie środków, niektóre na okresowe zwiększanie posiadanych kapitałów. Dla inwestorów oznacza to, że mają możliwość zainwestowania w fundusze nieruchomości tylko podczas pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych lub w trakcie pierwszej i kolejnych.

Niewątpliwie wybór strategii inwestycyjnej przez zarządzających jest informacją dla inwestorów o poziomie ryzyka i możliwych wysokościach stóp zwrotu. Podobnie jak w przypadku innych instrumentów finansowych, im bardziej ryzykowna polityka inwestycyjna, tym wyższe oczekiwane stopy zwrotu. Dodać należy, że w przypadku inwestorów instytucjonalnych strategie inwestycyjne funduszy nieruchomości mogą być powiązane z ich działalnością operacyjną lub finansową albo wykorzystane jako tarcza podatkowa.

Inna cecha funduszy nieruchomości, historyczne stopy zwrotu, wpływa na rynek funduszy nieruchomościowych na dwa sposoby. Wysokość przeszłych stóp zwrotu wszystkich funduszy nieruchomości z danego rynku wykorzystywany jest przez inwestorów do oceny dochodowości tych instrumentów finansowych, a tym samym wpływają na wartość alokowanego kapitału. Z drugiej strony wypracowywane stopy zwrotu są informacją dla zarządzających o skuteczności podjętych działań.

Historyczne stopy zwrotu całego rynku funduszy nieruchomości określa jego pozycję w stosunku do innych form lokowania środków. Im wyższe stopy zwrotu, tym większy będzie napływ kapitału. I odwrotnie – im niższe stopy zwrotu, tym więcej środków zostanie wycofane z tego rynku. Część inwestorów traktuje fundusze nieruchomości jako sposób na zdywersyfikowanie portfela inwestycyjnego i kieruje się wartościami historycznych stóp zwrotu do wybrania najlepszych funduszy.

Wysokość przeszłych stóp zwrotu jest także wykorzystywana przez inwestorów do aktywnego zarządzania posiadanymi certyfikatami inwestycyjnymi czy udziałami. W połączeniu z informacjami makroekonomicznymi mogą przewidywać możliwe kierunki zmian stóp zwrotu i sprzedawać lub dokupywać certyfikaty inwestycyjne na rynku wtórnym.

Historyczne stopy zwrotu dostarczają zarządzającym informacji, na podstawie których mogą określić dotychczasową działalność funduszu, jak również wykorzystać te informacje przy zarządzaniu innymi funduszami nieruchomości. Natomiast inwestorzy uzyskują informacje na temat wiedzy i umiejętności zarządzających, które mogą wykorzystać przy tworzeniu dedykowanych funduszy.

Wpływ wysokości kosztów i opłat nie jest do końca określony. Z jednej strony wartość kosztów i opłat może decydować o konkurencyjności lub jej braku w stosunku do innych funduszy. Z drugiej inwestorzy otrzymują informacje o wartości tytułu uczestnictwa w funduszu pomniejszoną o wszystkie koszty i opłaty, co powoduje, że dla niektórych inwestorów mogą one nie mieć znaczenia (co zostało potwierdzone dla otwartych funduszy inwestycyjnych w badaniach przeprowadzonych przez Alexandra i in. [za: Perez 2012b, s. 267]). Dodatkowo wysokość kosztów wynagrodzenia dla zarządzających funduszami nieruchomości jest zbliżona do stawek dla innych funduszy o porównywalnym poziomie ryzyka lub rozbita na dwie części – opłatę za zarządzanie i opłatę za wyniki inwestycyjne (określony procent od wypracowanej nadwyżki wartości aktywów netto). Biorąc pod uwagę, że większość funduszy nieruchomości funkcjonuje, jako prywatne lub specjalistyczne fundusze, umożliwia to inwestorom negocjowanie opłat za zarządzanie.

Inne cechy funduszy nieruchomości, takie jak czas funkcjonowania i dopływ kapitału, wpływają na rynek funduszy nieruchomości w różnym stopniu, który uzależniony jest od konstrukcji prawnej funduszy. Jak wspomniano wcześniej sposób zarządzania funduszami uzależniony jest od ich czasu funkcjonowania. Fundusze otwarte i REITs z reguły nie mają określonego czasu działania, co powoduje że zarządzający mają możliwość okresowych zmian lokat tworzących portfele inwestycyjne. Z kolei zamknięte fundusze, które tworzone są średnio na dziesięć lat, skupione są na zwiększaniu wartości posiadanych lokat, które w końcowej fazie działalności funduszu są spieniężane. Źródłem finansowania inwestycji funduszy mogą być kapitały pozyskane w początkowej fazie działalności lub pozyskiwane także w późniejszych etapach. Od sposobu finansowania działalności funduszu zależy dopływ kapitału.

Fundusze nieruchomości, jako uczestnicy rynku finansowego, konkurują (współzawodniczą) z innymi podmiotami o jak najlepszą pozycję w otoczeniu. W tym przypadku pozycja określana jest przez wysokość zgromadzonych aktywów. Na tę wartość największy wpływ mają osiągnięte przez fundusze wyniki inwestycyjne, które są porównywane przez inwestorów do innych form lokowania oszczędności. Z kolei konkurencyjność, rozumiana jako zdolność podmiotu do sprawnej realizacji zamierzonych celów, wpływa na rynek funduszy

nieruchomości poprzez wykorzystywanie przez podmioty zarządzające funduszami posiadanych instrumentów konkurencji. Do których zalicza się przykładowo: jakość produktów, odmienność oferowanych produktów, elastyczność dostosowywania produktów do potrzeb odbiorców, wizerunek firmy [Gorynia 2000, s. 50].

Ostatnim czynnikiem mikroekonomicznym są zalety lokowania środków w fundusze nieruchomości. Głównymi korzyściami z inwestowania w fundusze nieruchomości dla inwestorów są:

- niższe w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem koszty funkcjonowania na rynku finansowym [Gabryelczyk 2004, s. 289],
- dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego na poziomie portfela inwestycyjnego funduszu [Krupa 2008, s. 112],
- możliwość pośredniego udziału w operacjach dostępnych tylko dla dużych inwestorów,
- wysoka przejrzystość działalności [Buczek i Grygiel 2006, s. 62] (m.in. obowiązek udostępniania rocznych sprawozdań finansowych, raportów bieżących i okresowych),
- obniżenie minimalnej kwoty inwestycji, co jest szczególnie istotne przy inwestowaniu na rynku nieruchomości,
- płynność inwestycji.

Innymi korzyściami są bezpieczeństwo zainwestowanych środków, profesjonalne zarządzanie powierzonymi środkami i możliwość wyboru strategii inwestycyjnej.

Czynniki prawno-podatkowe, w szczególności krajowe regulacje prawne, wpływają na rodzaje instrumentów finansowych oferowanych inwestorom na rynku finansowym. W przypadku funduszy nieruchomości czynniki prawne mają bezpośredni wpływ na kształt i sposób funkcjonowania rynku funduszy nieruchomości. Krajowe ustawodawstwo reguluje, jaki rodzaj funduszy może funkcjonować i w jakie rodzaje aktywów mogą być lokowane pozyskane przez fundusze kapitały (oddziaływanie na kształt przedmiotowy rynku). Wpływ na funkcjonowanie tego rodzaju instrumentów finansowych mają także uwarunkowania prawne dotyczące funkcjonowania rynku kapitałowego. Oddziaływanie regulacji podatkowych należy rozpatrywać z poziomu funduszu i inwestorów. Opodatkowanie działalności funduszu nie wpływa na kształt rynku, ze względu na możliwość obciążenia aktywów funduszu poniesionymi podatkami. W połączeniu z przepisami prawa dotyczącymi funkcjonowania funduszy i rynku kapitałowego – może blokować lub stymulować rozwój rynku funduszy nieruchomości. Korzystanie z ulg podatkowych na poziomie funduszu często

powiązane jest z ograniczonymi możliwościami inwestycyjnymi i obowiązkiem funkcjonowania jako spółka akcyjna z wysokimi kapitałami. Z kolei wpływ opodatkowania zysków kapitałowych na poziomie inwestorów należy rozpatrywać w porównaniu do innych instrumentów finansowych.

Czynniki makro- i mikroekonomiczne powiązane są z grupą determinant psychologiczno-społecznych. Im wyższy poziom zamożności i dochodu społeczeństwa, tym wyższa skłonność do oszczędzania oraz poziom wiedzy o funkcjonowaniu rynku finansowego. Przekłada się to na otwartość inwestorów indywidualnych na innowacyjne rozwiązania finansowe, co prowadzi do zmian w kulturze oszczędzania. Klasyczne metody lokowania środków zostają uzupełnione o nowe możliwości. Do klasycznych metod oszczędzania w Polsce zalicza się depozyty bankowe, obligacje (i jeszcze do niedawna waluty, zwłaszcza dolary amerykańskie). Od kilku lat można zauważyć zmiany w zachowaniach inwestorów – fundusze inwestycyjne i akcje traktowane są na równi z lokatami bankowymi i obligacjami. Dodatkowo w niektórych państwach europejskich społeczeństwo jest zachęcane do zwiększania poziomu ulokowanych oszczędności w funduszach nieruchomości poprzez ulgi podatkowe, co ma na celu utrzymanie długoterminowego charakteru oszczędności, które mogą być wykorzystane w przyszłości, jako uzupełnienie emerytury (np. Francja, Niemcy).

Wpływ na poziom alokacji oszczędności w funduszach nieruchomości ma także zaufanie do instytucji finansowych i poziom wiedzy inwestorów. Im wyższe zaufanie, tym większy i stabilniejszy udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności. Z kolei poziom wiedzy inwestorów ma decydujące znaczenie o kształcie przedmiotowym rynku funduszy inwestycyjnych. Im wyższy poziom znajomości mechanizmów funkcjonowania rynku finansowego, tym więcej różnorodnych produktów inwestycyjnych ma szansę zaistnieć i pozostać na rynku.

Innym ważnym czynnikiem psychologicznym jest podejście inwestorów do ryzyka. Fundusze nieruchomości dzięki możliwościom prawnym mogą zaproponować inwestorom instrumenty finansowe o różnym stopniu ryzyka, a nawet stworzyć instrument według indywidualnych potrzeb inwestora.

\* \* \*

Podsumowując, jednym z celów tego rozdziału było przedstawienie genezy funduszy nieruchomości oraz wskazania czynników i wydarzeń, które wpłynęły na rozwój rynków funduszy nieruchomości w USA i krajach europejskich. W połączeniu z rodzajami i zasadami działania funduszy nieruchomości pozwoliło na zidentyfikowanie najważniejszych determi-

nant o różnych charakterach, które oddziałują na poziom rozwoju rynków funduszy nieruchomości. Szczególna uwaga została zwrócona na cechy wspólne funduszy nieruchomości funkcjonujących w krajach o różnym stopniu rozwoju gospodarczym.

Determinanty podzielono na ekonomiczne, prawno-podatkowe i psychologiczno-społeczne. Następnie scharakteryzowano je, zwracając uwagę na najważniejsze aspekty zależności tych czynników z rynkiem funduszy nieruchomości. Mając na uwadze zakres rozprawy zrezygnowano w dalszej części ze szczegółowej analizy determinant społeczno-psychologicznych oraz ograniczono analizę determinant prawno-podatkowych do wpływu na krajowy rynek funduszy nieruchomości (rozdział drugi). Natomiast pogłębiono analizę determinant o charakterze ekonomicznym zawarto w rozdziale trzecim (determinanty makroekonomiczne) i czwartym (determinanty mikroekonomiczne).

## Rozdział 2

### Rynek funduszy nieruchomości w Polsce

Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z dnia 22 marca 1991 r. [Prawo z 22 marca 1991] pozwoliło zaistnieć w Polsce pierwszemu funduszowi inwestycyjnemu, który został zdefiniowany jako wyodrębniona finansowo wspólna masa majątkowa uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzana przez towarzystwo funduszy powierniczych. Fundusz powierniczy miał charakter funduszu umownego, który mógł lokować niemniej niż 90% aktywów w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, emitowane przez Skarb Państwa lub NBP. Pozostałe 10% mogło być lokowane w inne papiery wartościowe. W literaturze za moment powstania rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce podawany jest lipiec 1992 r., kiedy powstał pierwszy fundusz powierniczy – Pioneer Zrównoważony.

Od tamtej pory idea wspólnego inwestowania zyskała popularność i zaufanie inwestorów, co przełożyło się na dynamiczny rozwój rynku funduszy inwestycyjnych. Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej wymusiło zmianę przepisów prawnych, co umożliwiło tworzenie nowych rodzajów i typów funduszy inwestycyjnych. Z nowych możliwości skorzystały wszystkie działające towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Na rynku pojawiły się m.in. fundusze sekurytyzacyjne, sektorowe czy nieruchomości.

#### 2.1. Ramy prawne funkcjonowania funduszy nieruchomości

Ograniczenia prawne dotyczące możliwych strategii inwestycyjnych przez dłuższy czas blokowały rozwój rynku funduszy nieruchomości. Przeszkodą był także nowatorski charakter funduszy inwestycyjnych. Polscy inwestorzy wychowywani w przekonaniu o istnieniu tylko trzech sposobów lokowania nadwyżek pieniężnych (lokata, obligacja i waluta) długo przekonywali się do funduszy inwestycyjnych.

Ważnym wydarzeniem w historii polskiego rynku funduszy inwestycyjnych było uchwalenie nowej ustawy w 1997 r. [Ustawa z 28 sierpnia 1997]. Jedną z pierwszych pozytywnych zmian, jakie zaszły na tym rynku było rozpoczęcie działalności przez trzy nowe towarzystwa i utworzenie piętnastu funduszy, w tym pierwszego funduszu rynku pieniężnego i gotówkowego.

W sierpniu 1997 r. wartość aktywów wszystkich funduszy<sup>1</sup> przekroczyła dwa mld zł [STFI 2000, s. 7]. W tym samym czasie uchwalono nową ustawę o funduszach inwestycyj-

---

<sup>1</sup> Na koniec 1997 r. funkcjonowało 20 funduszy powierniczych i 7 towarzystw funduszy powierniczych.

nych [Ustawa z 28 sierpnia 1997], która weszła w życie 21 lutego 1998 r. Najważniejszymi zmianami były:

- obowiązek przekształcenia funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne otwarte,
- wprowadzenie dodatkowo trzech nowych rodzajów funduszy – SFIO, FIZ i FIM<sup>2</sup>,
- rozszerzenie katalogu dopuszczalnych lokat,
- wprowadzenie celów inwestycyjnych, do których fundusz został utworzony<sup>3</sup>.

FIZ i FIM mogły lokować aktywa m.in. w papiery wartościowe, wierzytelności i udziały spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (łącznie do 10% wartości aktywów funduszu w jeden podmiot), co fundusze inwestycyjne mogły wykorzystać do pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości. Do końca 2000 r. żadne z działających towarzystw funduszy inwestycyjnych nie skorzystało z możliwości utworzenia funduszy nieruchomości. Powodów takiej decyzji było kilka:

- długotrwały proces przekształcania funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne (proces zakończył się dopiero w 2000 r. i pierwsze fundusze inwestycyjne zostały utworzone dopiero w 1999 r.),
- tworzenie funduszy dywidendowych, które oferowały uczestnikom korzyści podatkowe<sup>4</sup>,
- ponad ¾ funduszy funkcjonowało jako FIO,
- certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez FIM były umarżane na żądanie uczestnika, nie rzadziej niż raz w roku<sup>5</sup>.

16 listopada 2000 r. uchwalono ustawę o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z 16 listopada 2000], która weszła w życie 21 marca 2001 r. Głównym celem tej ustawy było dostosowanie polskich przepisów prawnych do prawa unii Europejskiej. Z wprowadzonych zmian znowelizowaną ustawą należy wskazać:

- wprowadzenie nowego rodzaju funduszu inwestycyjnego – specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego (SFIZ),

---

<sup>2</sup> Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (SFIO), fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ), fundusz inwestycyjny mieszany (FIM).

<sup>3</sup> Ochrona realnej wartości aktywów funduszu; osiągnięcie dochodu funduszu z lokowania aktywów funduszu; wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat.

<sup>4</sup> Uczestnik miał wypłacaną dywidendę od zysków funduszu (bez umarżania jednostek uczestnictwa), która była opodatkowana zryczałtowanym podatkiem w wysokości 20% (zamiast 30%). Podatek ten mógł być później odliczany od podatku dochodowego [Miziołek 2001, s. 70].

<sup>5</sup> Gdyby fundusz nieruchomości funkcjonował jako FIM prawo uczestnika do żądania odkupienia certyfikatów mogłoby spowodować konieczność wcześniejszej sprzedaży aktywów niż wynikało to ze strategii inwestycyjnej funduszu. A tym samym mogło by to doprowadzić do zmniejszenia aktywów funduszu.



- wprowadzenie możliwości dystrybucji jednostek uczestnictwa za pośrednictwem osób fizycznych,
- umożliwienie składania zleceń nabycia i odkupienia jednostek uczestnictwa za pomocą elektronicznych nośników informacji,
- zmianę trybu tworzenia towarzystw funduszy inwestycyjnych z koncesyjnego na licencyjny [Perez 2012a, s. 158],
- możliwość wystąpienia jednocześnie o wydanie zezwolenia na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych i utworzenie funduszy<sup>6</sup>.

Dodatkowo zostały rozszerzone katalogi dopuszczalnych lokat. FIO, SFIO, FIZ i FIM uzyskały możliwość inwestowania w listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne (do 25% wartości aktywów w instrumenty jednego banku i dodatkowo w przypadku FIO i SFIO łącznie do 80% wartości aktywów)<sup>7</sup>.

Wprowadzony nowy rodzaj funduszy inwestycyjnych – specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty (SFIZ) – w odróżnieniu od FIZ i FIM mógł emitować certyfikaty inwestycyjne niepodlegające obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu. Był to również pierwszy rodzaj funduszy inwestycyjnych, który został wprowadzony w konkretnym celu – pobudzenie rynku nieruchomości i stworzenie nowego instrumentu do transferu kapitału na ten rynek, zwłaszcza do segmentu nieruchomości mieszkalnych [Gabryelczyk i Borowski 2003, s. 106]. Przedmiotem lokat SFIZ mogło być prawo własności do nieruchomości gruntowej, budynków i lokali oraz udziały we współwłasności nieruchomości. SFIZ mogły jednocześnie lokować aktywa w te same instrumenty co FIZ.

Ustawodawca umożliwił towarzystwom funduszy inwestycyjnych na tworzenie funduszy nieruchomości, ale zachował przy tym wysoki poziom restrykcji inwestycyjnych. Pojedyncza nieruchomość w dniu zakupu przez fundusz nie mogła przekraczać 10% wartości aktywów funduszy i musiała mieć uregulowany stan prawny oraz nie mogła być przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Dodatkowo nabywana nieruchomość musiała być wolna od obciążeń, w tym praw osób trzecich. Borowski [Borowski 2004a, s. 26] zwraca także uwagę na wątpliwości związane z możliwością nabycia przez fundusz prawa własności nieruchomości będących w wieczystym użytkowaniu. Uwagę należy zwrócić także na obowiązek przeznaczenia dochodów i pożytków z posiadanych przez fundusz nieruchomości na zachowanie

<sup>6</sup> Poprzednia ustawa [Ustawa z 28 sierpnia 1997] dopuszczała możliwość złożenia wniosku o wydanie zezwolenia na działalność funduszu inwestycyjnego przez funkcjonujące już towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

<sup>7</sup> Do końca 2012 r. żaden FIO i SFIO nie stosowały strategii inwestycyjnej opartej głównie na inwestowaniu w listy hipoteczne, na co niewątpliwie ma wpływ brak wtórnego rynku kredytu hipotecznego oraz małą liczbę funkcjonujących banków hipotecznych w Polsce [Szelągowska i Marłęga 2007, s. 37].

ich stanu lub zwiększenie ich wartości. To powodowało, że fundusz nie mógł dokonywać wypłat na rzecz uczestników funduszu części aktywów w trakcie jego trwania. W przypadku wcześniejszego umarzania certyfikatów inwestycyjnych uczestnik otrzymałby niższą kwotę niż wynikało to z wartości aktywów funduszu.

1 lipca 2004 r. weszła w życie kolejna ustawa o funduszach inwestycyjnych. [Ustawa z 27 maja 2004] została wprowadzona, aby dostosować polskie przepisy prawne do nowych regulacji Unii Europejskiej<sup>8</sup>, zwiększyć atrakcyjność i elastyczność oferty funduszy inwestycyjnych oraz stworzyć towarzystwom funduszy inwestycyjnych warunki równej konkurencji z funduszami zagranicznymi [Miziołek 2005, s. 244]. Większość wprowadzonych zmian, nie dotyczyła funduszy nieruchomości. [Ustawa z 27 maja 2004] m.in. rozszerzyła przedmiot działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych o zarządzanie na zlecenie cudzym pakietem papierów wartościowych, wprowadziła trzy szczególne konstrukcje i cztery szczególne typy funduszy inwestycyjnych. Ze zmian wpływających na funkcjonowanie funduszy nieruchomości wskazać należy:

- zlikwidowanie dwóch rodzajów funduszy (SFIZ i FIM),
- możliwość tworzenia funduszy nieruchomości jako FIZ,
- rozszerzenie katalogu dopuszczalnych lokat o statki morskie i użytkowanie wieczyste,
- doprecyzowanie zapisu dotyczącego obciążeń nieruchomości – fundusz może nabywać nieruchomości obciążone prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości,
- podniesienie limitu wartości nabywanej pojedynczej nieruchomości z 10% do 25% wartości aktywów funduszu,
- podniesienie limitu wysokości kredytów i pożyczek zaciągniętych w bankach z 50% do 75% wartości aktywów netto,
- możliwość ustanawiania zabezpieczenia na nabytych nieruchomościach do 50% wartości aktywów netto,
- wyłączenie funduszy inwestycyjnych spod rygoru ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców,
- dopuszczenie możliwości wypłaty dochodów i pożytków z nieruchomości uczestnikom funduszu w trakcie jego trwania,

---

<sup>8</sup> [Dyrektywa Rady z 20 grudnia 1985; Dyrektywa 2001/107/WE z 21 stycznia 2002; Dyrektywa 2001/108/WE z 21 stycznia 2002].

- umożliwienie funduszom inwestycyjnym zamkniętym udzielania pożyczek, poręczeń i gwarancji,
- możliwość powierzenia czynności związanych z zarządzaniem nieruchomościami wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym uprawnienia wymagane przez ustawę o gospodarce nieruchomościami.

Krajowe prawodawstwo nie wyodrębnia funduszy nieruchomości jako odrębnego typu funduszy. Klasyfikowanie funduszy inwestycyjnych jako nieruchomości dokonywane jest przez zarządzających funduszami oraz IZFiA.

Zgodnie z wytycznymi IZFiA funduszem nieruchomości jest fundusz, który lokuje co najmniej 80% aktywów na rynku nieruchomości w sposób pośredni lub bezpośredni. Powoduje to, że fundusze nieruchomości mogą funkcjonować jako FIO, SFIO i FIZ. Dodatkowo mogą być tworzone również jako fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych (FIZAN).

W przypadku FIO dopuszczalne jest tylko pośrednie inwestowanie na rynku nieruchomości poprzez papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu<sup>9</sup>, instrumenty pochodne rynku nieruchomości lub listy zastawne wyemitowane przez banki hipoteczne.

FIZ i SFIO jako jedyne typy funduszy mogą lokować aktywa na rynku nieruchomości w sposób pośredni i bezpośredni. FIZ może lokować aktywa na rynku nieruchomości w sposób pośredni poprzez udziałowe i dłużne papiery wartościowe, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, instrumenty pochodne i listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne. W sposób bezpośredni poprzez nabywanie prawa własności lub współwłasności do nieruchomości gruntowych, budynków, lokali i statków morskich. Na nabycie wszystkich nieruchomości określonych w statucie fundusz ma 24 miesiące od dnia rejestracji. SFIO może stosować strategie inwestycyjne przewidziane dla FIO i dodatkowo lokować aktywa w tytuły uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych. Bezpośrednie inwestowanie dopuszczone jest tylko w sytuacji, gdy SFIO skierowany jest do osób prawnych i osób fizycznych jednorazowo wpłacających więcej niż 40 000 euro (zgodnie z zasadami i ograniczeniami stosowanymi do FIZ).

FIZAN może inwestować na rynku nieruchomości tylko w sposób pośredni. Dopuszczalnymi lokatami są instrumenty pieniężne wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodzi w skład portfela inwestycyjnego funduszu i aktywa inne niż papie-

---

<sup>9</sup> FIO z taką strategią inwestycyjną klasyfikowany jest przez IZFiA jako fundusz sektorowy lub małych i średnich spółek.

ry wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub będące w publicznej ofercie.

Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z 16 września 2011a]<sup>10</sup> wprowadziła daleko idącą zmianę w tworzeniu funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Zgodnie z art. 15 utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku publicznym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, nie wymaga wydania zezwolenia przez KNF. Fundusz taki powstaje z chwilą wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych prowadzonego przez Sąd Okręgowy w Warszawie. Ponadto zmiany statutu takiego funduszu nie wymagają zatwierdzenia przez KNF. Osoby fizyczne mogą nabywać certyfikaty inwestycyjne takich funduszy, jeżeli dokonają jednorazowego zapisu na certyfikaty o wartości większej niż równowartość 40 000 euro. Zdaniem autora, powyższa zmiana powinna przełożyć się na zwiększenie liczby tworzonych funduszy nieruchomości w Polsce.

## **2.2. Fundusze nieruchomości w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych**

Rozwój idei wspólnego inwestowania w Polsce determinowany był głównie przez zmiany przepisów prawnych. Na strukturę tego rynku wpływały także inne czynniki – poziom zaufania inwestorów do funduszy inwestycyjnych, korzyści podatkowe, wysokie historyczne stopy zwrotu<sup>11</sup>. Uwzględniając fundusze nieruchomości, rozwój krajowego rynku funduszy inwestycyjnych można podzielić na trzy etapy:

- pierwszy (marzec 2001 r. – maj 2004 r.) – próby utworzenia funduszy nieruchomości,
- drugi (czerwiec 2004 r. – grudzień 2008 r.) – rozwój publicznych funduszy nieruchomości,
- trzeci (styczeń 2009 r. – grudzień 2012 r.) – zdobycie przewagi prywatnych funduszy nieruchomości nad publicznymi.

### **Etap pierwszy (marzec 2001 r. – maj 2004 r.)**

16 listopada 2000 r. uchwalono ustawę [Ustawa z 16 listopada 2000], która wprowadziła nowy rodzaj funduszy inwestycyjnych – specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty (SFIZ). Fundusze te mogły lokować aktywa tylko w prawa własności do nieruchomości

---

<sup>10</sup> Nowelizacja weszła w życie dopiero 20 lipca 2013 r.

<sup>11</sup> Szerzej o ewolucji rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w [Dawidowicz 2008; Krupa 2008; Subocz-Matuszewska 2010; Perez 2012a].

gruntowych, budynków i odrębnych lokali oraz w udziały we współwłasności nieruchomości. Niedozwolone za to było lokowanie aktywów w listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne (inne rodzaje funduszy miały taką możliwość). Restrykcyjny zapis miał na celu wyeliminowanie konfliktu interesów między funduszem inwestycyjnym i bankiem hipotecznym, którego właścicielem mogło być TFI.

Dodatkowo rozszerzone zostały kanały dystrybucji – wprowadzono możliwość sprzedaży tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych w oddziałach banków, przez firmy doradztwa finansowego i internet<sup>12</sup>. TFI wprowadziły możliwość kupienia i składania zleceń poprzez strony internetowe. Z kolei banki dystrybuowały tylko fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI z tej samej grupy kapitałowej.

Wprowadzenie SFIZ zbiegło się z likwidacją funduszy dywidendowych, spadkiem rentowności depozytów bankowych i planami wprowadzenia podatku od zysków kapitałowych. Likwidacja funduszy dywidendowych spowodowała odpływ aktywów z rynku funduszy inwestycyjnych. W celu zminimalizowania tego zjawiska TFI zaproponowały inwestorom instytucjonalnym fundusze terminowe. Były to fundusze zamknięte i mieszane z określoną datą likwidacji (maj-listopad 2001 r.). Posiadacze certyfikatów inwestycyjnych tych funduszy mogli skorzystać z ryczałtowanego podatku od zysków w wysokości 15%, zamiast normalnej stawki 28% [Miziołek 2001, s. 60-61]<sup>13</sup>. Z kolei inwestorzy indywidualni lokowali wycofywane środki z depozytów bankowych w fundusze inwestycyjne, głównie w fundusze obligacji.

W następnym roku (2002 r.) nadal największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się fundusze obligacji, które korzystały ze wzrostu zainteresowania zagranicznych inwestorów polskimi obligacjami i znaczącym spadkiem inflacji w krótkim okresie czasu. Na koniec 2002 r. prawie 70% aktywów było ulokowane w funduszach obligacji [STFI 2003, s. 16-17]. Wzrost zainteresowania inwestorów funduszami inwestycyjnymi był spowodowany także wprowadzeniem funduszy „antypodatkowych”, które były odpowiedzią na wprowadzony w marcu 2002 r. tzw. podatek Belki. Fundusze te skierowane były do inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Zysk ze sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych tych funduszy na giełdzie był do końca 2003 r. zwolniony z podatku. Utworzono dziewięć funduszy „antypodatkowych”, które zgromadziły prawie dwa mld zł z planowanych 2,7 mld zł [Siwek 2002, 2003a]. Nowością na rynku funduszy inwestycyjnych była propozycja Skarbca TFI, które

---

<sup>12</sup> Do czasu nowelizacji ustawy dystrybucja tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych możliwa była tylko w punktach obsługi TFI i biurach maklerskich. Inne podmioty musiały uzyskać zgodę KPWiG.

<sup>13</sup> Podobnie jak w przypadku funduszy dywidendowych, zmiana ordynacji podatkowej wniosła korzyści podatkowe.

zapropowało inwestorom fundusz inwestycyjny lokujący aktywa na rynku nieruchomości (Skarbiec Nieruchomości I SFIZ). Fundusz kierowany był do inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Planowano pozyskać aktywa w wysokości 30-150 mln zł przy cenie emisyjnej certyfikatu inwestycyjnego 100 zł. Polityka inwestycyjna funduszu zakładała nabywanie gruntów budowlanych i gruntów rolnych z możliwością przekształcenia w budowlane [Gabryelczyk i Borowski 2003, s. 106; Pawlukowicz 2007, s. 332]. Z powodu niezbrania minimalnej kwoty fundusz nie został uruchomiony. Zapisy na certyfikaty inwestycyjne Skarbiec Nieruchomości I SFIZ zbiegły się z masowym przenoszeniem kapitałów przez inwestorów do funduszy „antypodatkowych” i obligacji. Innymi przyczynami mogła być zbyt ryzykowna polityka inwestycyjna, znajdowanie się rynku nieruchomości w fazie recesji i zbyt niskiej oczekiwanej stopie zwrotu (2-4%)<sup>14</sup>.

Rozpoczęty na początku 2002 r. dynamiczny przyrost aktywów funduszy inwestycyjnych wynikający z napływu środków do funduszu kontynuowany był do września 2003 r. (aktywa funduszy wynosiły ponad 35 mld zł). Do połowy roku największy napływ środków zanotowały fundusze obligacji, które przyciągały inwestorów wysokimi historycznymi stopami zwrotu. Silna przecena cen papierów wartościowych (lipiec-wrzesień 2003 r.) spowodowała gwałtowny odpływ środków z tych funduszy [STFI 2004, s. 7]. Beneficjentami wycofywanych środków były fundusze lokujące aktywa w akcje, które osiągały z miesiąca na miesiąc coraz lepsze wyniki z powodu utrzymywania się pozytywnego trendu na warszawskiej giełdzie (głównie fundusze akcyjne i stabilnego wzrostu)<sup>15</sup>. Popularność funduszy ryzykownych zachęciły towarzystwa do zaproponowania inwestorom drugiej fali funduszy „antypodatkowych” – trzynaście funduszy, które miały pozyskać pięć mld zł. Z zainteresowaniem inwestorów spotkało się tylko osiem funduszy, które zgromadziły niecałe 0,5 mld zł [Przybylska-Kapuścińska i Borowski 2004, s. 382]. Brak zainteresowania nowymi funduszami „antypodatkowymi” wynikał z wysokich kosztów manipulacyjnych i uzyskania przez pierwsze fundusze „antypodatkowe” niższych stóp zwrotu od oczekiwanych (średnio 5%<sup>16</sup> vs. 23% po opodatkowaniu funduszy akcyjnych) [Siwek 2003b].

Pod koniec 2003 r. CA IB TFI podjęło drugą próbę uruchomienia funduszu nieruchomości (CA IB Sektora Nieruchomości FIZ). Wybór zamkniętej formy funduszu (a nie SFIZ), wynikał z założeń strategii inwestycyjnej, która zakładała lokaty wyłącznie w udziały i akcje

---

<sup>14</sup> Dla porównania w 2001 r. średnia ważona stopa zwrotu funduszy obligacji wyniosła 16,6%, funduszy rynku pieniężnego 16,4% [STFI 2003, s. 28].

<sup>15</sup> Kształtowanie się wartości aktywów netto poszczególnych typów funduszy w trakcie 2003 r. w [STFI 2004, s. 14].

<sup>16</sup> Znaczący wpływ na obniżenie stóp zwrotu miała stosowana przez te fundusze polityka inwestycyjna (głównie lokowanie aktywów w dłużne papiery wartościowe).

(łącznie niemniej niż 25% wartości aktywów) w spółkach celowych posiadających nieruchomości oraz w dłużne papiery emitowane przez te spółki [Borowski 2006, s. 282]. Podobnie jak w przypadku Skarbiec Nieruchomości I SFIZ, również ta emisja certyfikatów nie doszła do skutku. Niepowodzenie oferty wynikało głównie z krótkiego okresu zapisów na certyfikaty (18 listopada - 11 grudnia 2003 r.) [CA IB FIZ Sektora Nieruchomości 2003] oraz przenoszeniu aktywów do funduszy akcyjnych i antyopodatkowych [Szelągowska 2009, s. 51].

Podsumowując pierwszy etap można zauważyć:

- niechęć zarządzających funduszami inwestycyjnymi do wprowadzania funduszy z nowymi strategiami inwestycyjnymi,
- wprowadzenie funduszy specjalizujących się w określonych typach aktywów (takich, jak fundusze małych i średnich spółek, fundusze akcji firm zagranicznych, fundusze papierów dłużnych denominowanych w USD),
- okresową dominację określonych typów funduszy (kolejno: zrównoważone, obligacji, akcyjne),
- znaczącą przewagę liczby funduszy funkcjonujących jako FIO nad innymi rodzajami funduszy,
- funkcjonowanie towarzystw powiązanych kapitałowo głównie z bankami, które dystrybuują „własne” TFI,
- uruchomienie w 2003 r. przez mBank i Multibank platform internetowych, które umożliwiły dostęp do funduszy inwestycyjnych różnych TFI z poziomu rachunku osobistego oraz uzyskanie zgody na dystrybucję tytułów uczestnictwa w funduszach przez dwóch ogólnopolskich pośredników finansowych,
- niski poziom konkurencji między towarzystwami (prawie przez cały okres dominującą pozycję zajmowało Pioneer TFI),
- niski poziom wiedzy inwestorów o zasadach funkcjonowania funduszy inwestycyjnych i zachwianie zaufania do funduszy inwestycyjnych.

### **Etap drugi (czerwiec 2004 r. – grudzień 2008 r.)**

Jeszcze przed uchwaleniem ustawy [Ustawa z 27 maja 2004] BZ WBK TFI przeprowadziło zapisy na certyfikaty inwestycyjne funduszu Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości SFIZ<sup>17</sup> (maj i czerwiec 2004 r.). Polityka inwestycyjna tego funduszu zakładała

---

<sup>17</sup> Obecna nazwa to Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ.

inwestycje w biurowce, mieszkania oraz akcje i udziały spółek funkcjonujących na rynku nieruchomości. Fundusz pozyskał prawie 340 mln zł (przy cenie certyfikatu 97 zł). We wrześniu Skarbiec TFI w oparciu już o obowiązującą ustawę uruchomił drugi fundusz nieruchomości (Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ), którego strategia inwestycyjna związana była z budownictwem mieszkaniowym. Fundusz zgromadził niecałe 88 mln zł (przy cenie certyfikatu 1 000 zł). Na koniec 2004 r. ponad połowa aktywów zgromadzona była w funduszach związanych z akcjami i niecałe 32% w funduszach obligacji. Udział funduszy nieruchomości wynosił 1,6%.

Do 2004 r. rynek funduszy inwestycyjnych był zdominowany przez trzy towarzystwa, które wpływały na strukturę podmiotową rynku. Większość funduszy inwestycyjnych stanowiły fundusze otwarte o zbliżonych strategiach inwestycyjnych, które związane były głównie z akcjami i obligacjami. Dopiero rok później rozpoczęcie działalności przez TFI, które nie były powiązane z bankami czy zagranicznymi instytucjami *asset management*, spowodowało zmiany w strukturze podmiotowej rynku. Pierwszymi „nowymi” towarzystwami były Opera TFI i Investors TFI (założone przez specjalistów, którzy wcześniej zarządzali funduszami w różnych towarzystwach)<sup>18</sup> oraz Intrum Justitia TFI (założone przez zagraniczną firmę zarządzającą należnościami)<sup>19</sup>. Towarzystwa te zaproponowały fundusze o wyspecjalizowanych politykach inwestycyjnych (dostosowywanych do różnych grup inwestorów). Były to w większości fundusze zamknięte lokujące środki w różne klasy aktywów.

W latach 2004-2005 na rynku funduszy inwestycyjnych pojawiły się fundusze z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa (tylko FIO i SFIO), fundusze z wydzielonymi subfunduszami (fundusze parasolowe), fundusze rynku pieniężnego, sekurytyzacyjne i aktywów niepublicznych<sup>20</sup>. W porównaniu do wcześniejszych lat fundusze otwarte oferowały inwestorom o wiele szerszy wachlarz strategii inwestycyjnych i obok nich zaczęły funkcjonować fundusze małych i średnich spółek, fundusze akcji rynku Azji i Pacyfiku oraz fundusze z ochroną kapitału. Superfund TFI wprowadził także fundusze ze strategiami inwestycyjnymi charakterystycznymi dla funduszy hedge. W sierpniu 2005 r. BPH TFI utworzył trzeci fundusz nieruchomości (BPH FIZ Sektora Nieruchomości), którego polityka inwestycyjna była

---

<sup>18</sup> Kluczowym czynnikiem dla rozwoju owych towarzystw było obniżenie wymaganego kapitału założycielskiego z dwóch mln zł na 125 000 euro.

<sup>19</sup> Należy wspomnieć o założonym w 1998 r. Górnośląskim Towarzystwie Funduszy Inwestycyjnych, które było pierwszym TFI wyłącznie z polskim kapitałem i nie było powiązane z żadną grupą finansową. W 2007 r. nastąpiła zmiana nazwy na Idea TFI, a w 2008 r. większościowy pakiet akcji kupił Dom Maklerski IDM SA.

<sup>20</sup> [Ustawa z 27 maja 2004] wprowadziła także fundusze podstawowe i powiązane (w 2006-2011 r. zarejestrowano dwa fundusze tego typu) oraz fundusze portfelowe (w 2010-2011 r. zarejestrowano trzy fundusze).



zblizona do funduszu Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości SFIZ (fundusz pozyskał 330 mln zł, czyli więcej niż wynosiła wartość aktywów netto przeciętnego funduszu<sup>21</sup>).

Następny rok dla funduszy nieruchomości był przełomowy – tylko w ciągu całego 2006 r. utworzono cztery fundusze (więcej niż funkcjonowało w latach 2004-2005) oraz zarejestrowano pierwszy fundusz nieruchomości inny niż FIZ (City Living Polska FIZ Aktywów Niepublicznych). Fundusze nieruchomości znajdowały się w ofercie czterech TFI i stanowiły prawie 3% wszystkich funduszy inwestycyjnych (tabela 9.). Na koniec 2007 r. funkcjonowało dziesięć funduszy nieruchomości, którymi zarządzało sześć TFI. Aktywa netto wynosiły 1,6 mld zł, z czego ponad połowa ulokowana była w dwóch funduszach (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości).

**Tabela 9. Informacje o funduszach nieruchomości w latach 2004-2008**

Lata	2004	2005	2006	2007	2008
TFI	2	3	4	6	8
% wszystkich TFI	10	13	15	18	21
Fundusze nieruchomości	2	3	7	10	16
% wszystkich funduszy	1,3	1,6	2,9	3,6	5,0
udział aktywów netto funduszy nieruchomości w aktywach ogółem	1,6	1,3	1,2	1,1	3,0
<b>Nowe fundusze</b>					
FIZ	2	1	3	1	7
FIZAN	0	0	1	2	1
Publiczne	2	1	1	0	3
Prywatne	0	0	3	1	2
Specjalistyczne	0	0	0	2	3

Dane na koniec każdego roku.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IZFiA, KNF i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

Udział funduszy nieruchomości w rynku funduszy inwestycyjnych stopniowo zmniejszał się w latach 2005-2007, co wynika z niższej dynamiki przyrostu aktywów funduszy nieruchomości od przyrostu aktywów całego rynku funduszy nieruchomości. Przy czym dwa największe fundusze nieruchomości (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości) przez cały ten okres były jednymi z większych funduszy na rynku.

Spowolnienie gospodarcze, które zapoczątkował kryzys finansowy z września 2007 r., wpłynęło na rynek funduszy inwestycyjnych dopiero w 2008 r. – wartość aktywów netto całego rynku funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się prawie dwukrotnie. Spadek wartości

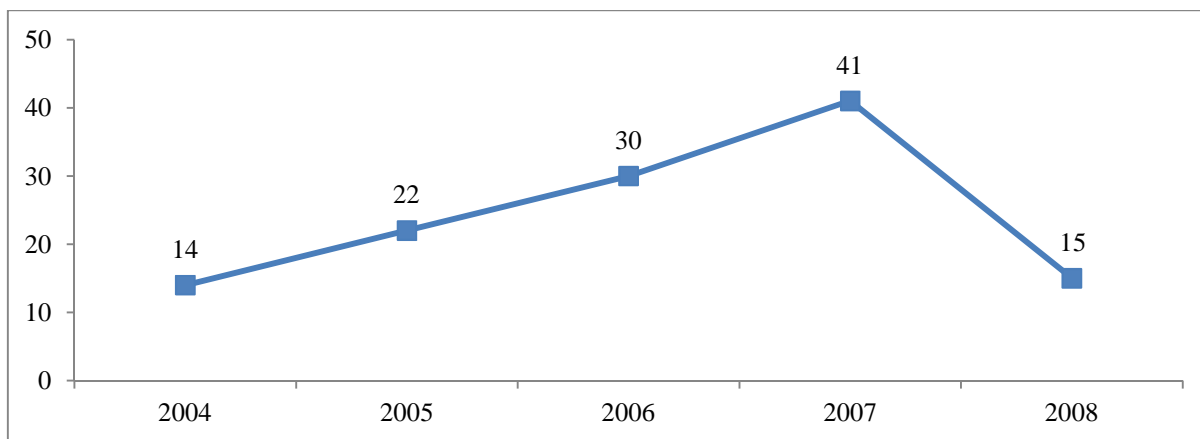
<sup>21</sup> Przeciętny FIO zarządzał aktywami netto o wartości 310 mln zł i FIZ – 92 mln zł (stan na sierpień 2005 r.).

aktywów dotknął w największym stopniu fundusze UCITS, zwłaszcza fundusze lokujące aktywa w akcje (fundusze akcyjne, zrównoważone, stabilnego wzrostu i inne mieszane). Według szacunków IZFiA saldo sprzedaży i umorzeń w 2008 r. było dodatnie dla funduszy dłużnych, nieruchomości, surowcowych i sekurytyzacyjnych. Inne typy funduszy (w szczególności akcyjne, pieniężne, zrównoważone, stabilnego wzrostu i inne mieszane) odnotowały przewagę umorzeń nad nabyciami [IZFiA 2008, s. 9]<sup>22</sup>. Spadki cen na rynku akcji połączone z niepewnością inwestorów, a nawet całkowitym wycofaniem się części inwestorów z rynku funduszy inwestycyjnych, negatywnie odbiły się na relacji aktywów funduszy inwestycyjnych do depozytów bankowych gospodarstw domowych. W 2007 r. aktywa netto funduszy inwestycyjnych stanowiły ponad 40% wartości depozytów bankowych, co świadczy o wzroście znaczenia funduszy jako formy lokowania oszczędności i zmianach w kulturze oszczędzania. Rok później relacja ta obniżyła się do 15% (wykres 1.). optymizm inwestorów wpłynął także na ceny certyfikatów inwestycyjnych notowanych na giełdzie funduszy nieruchomości Arki, BPH i Skarbca, które od marca 2006 r. były sprzedawane na rynku wtórnym powyżej wartości księgowej. Pomimo dalszego wzrostu wartości certyfikatów inwestycyjnych funduszy nieruchomości wynikającego z działalności zarządzających od czerwca 2007 r. certyfikaty notowane były poniżej wartości podawanej przez zarządzających funduszami i znacząco zmalała liczba zawieranych transakcji [Trzebiński 2012a, s. 20]<sup>23</sup>. Spadek zainteresowania inwestorów tymi instrumentami finansowymi wynikał m.in. ze spadkami cen akcji (po wzrostach w pierwszym półroczu), przesunięciem części środków do funduszy akcji zagranicznych oraz niższymi stopami zwrotów funduszy nieruchomości w krótkim okresie w porównaniu do innych typów funduszy inwestycyjnych i ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych.

---

<sup>22</sup> Szerzej o wpływie spowolnienia gospodarczego z 2007-2008 r. na rynki funduszy inwestycyjne w [Borowski 2011; Perez 2012a].

<sup>23</sup> Oderwanie ceny rynkowej certyfikatów inwestycyjnych od wyceny fundamentalnej określane jest w literaturze jako paradoks funduszy zamkniętych.



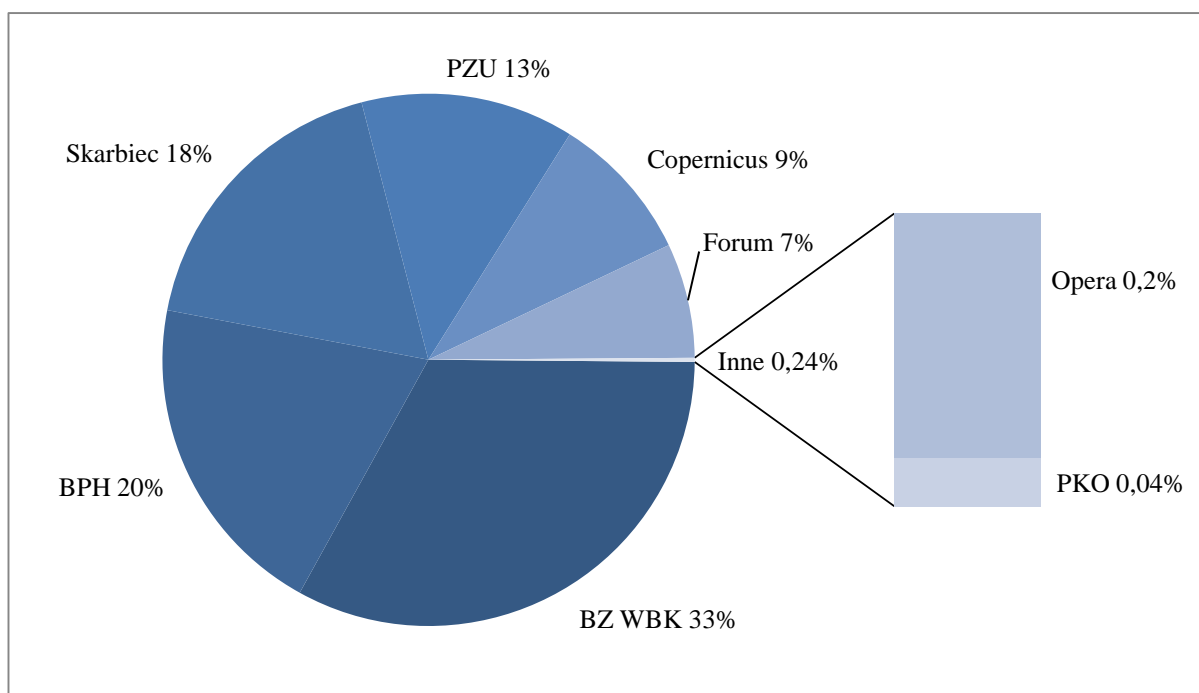
**Wykres 1. Relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do depozytów bankowych gospodarstw domowych w latach 2004-2008 (%)**

Źródło: [Trzebiński 2012b, s. 463-464].

W porównaniu do innych typów funduszy, 2008 r. dla funduszy nieruchomości był najlepszym rokiem w ich dotychczasowej historii. Utworzono siedem funduszy, aktywa netto wzrosły prawie o połowę i przekroczyły kwotę 2,5 mld zł, na co wpływ miało przede wszystkim utworzenie dwóch funduszy: Arka Fundusz Rynku nieruchomości 2 FIZ (w emisji certyfikatów inwestycyjnych pozyskano ponad 200 mln zł) i PZU FIZ Sektora Nieruchomości (wszystkie certyfikaty nabyło PZU i PZU Życie, ponad 300 mln zł). Niekorzystnym zjawiskiem dla rynku funduszy nieruchomości było zlikwidowanie Opery Rynku Nieruchomości FIZ z powodu bardzo złych wyników inwestycyjnych (fundusz przynosił co kwartał znaczące straty posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych).

Na koniec 2008 r. udział funduszy nieruchomości w aktywach wszystkich funduszy inwestycyjnych wynosił 3%, co w porównaniu do roku poprzedniego stanowi wzrost o prawie dwa p.p. Tak znaczące zwiększenie udziału funduszy nieruchomości w rynku funduszy inwestycyjnych wynikało głównie ze znaczącego spadku wartości aktywów całego rynku (zmniejszenie aktywów o ponad 40%) i w mniejszym stopniu ze wzrostu aktywów funduszy nieruchomości. Na koniec roku szesnaście funduszy nieruchomości, które zgromadziły ponad 2,5 mld zł aktywów, było zarządzane przez osiem TFI. Największą liczbą funduszy zarządzał Skarbiec TFI (pięć funduszy, w tym dwa publiczne, dwa specjalistyczne i jeden prywatny). Pozostałe towarzystwa – Copernicus TFI (dwa prywatne), BPH TFI i BZ WBK TFI (po dwa publiczne), PZU TFI (dwa specjalistyczne), Opera TFI i Forum TFI (po jednym funduszu prywatnym) oraz PKO/CS TFI (jeden specjalistyczny). Najwięcej aktywów zgromadzonych było w funduszach nieruchomości zarządzanych przez BZ WBK TFI (33% udział w rynku),

które od 2004 r. jest liderem rynku. Drugie i trzecie miejsce zajmowały BPH TFI (20%) i Skarbiec TFI (18%). Udziały pozostałych towarzystw przedstawiono na wykresie 2.



**Wykres 2. Struktura podmiotowa rynku funduszy nieruchomości (grudzień 2008 r.)**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IZFiA.

Podsumowanie drugiego etapu:

- działalność rozpoczęły TFI, które kierują ofertę do zamożnych inwestorów oczekujących wyższych stóp zwrotu i akceptujących wyższe ryzyko, co wpływa na tworzenie funduszy z nowymi strategiami inwestycyjnymi,
- TFI wykorzystały panującą recesję na rynku nieruchomości (2008 r.) i utworzyły siedem funduszy nieruchomości,
- 2007 r. był ostatnim rokiem, gdy liczba otwartych i specjalistycznych otwartych funduszy była wyższa niż liczba funduszy zamkniętych<sup>24</sup>. TFI utworzyły rekordową liczbę funduszy i subfunduszy w całej historii rynku (łącznie 122 FIO i SFIO oraz 51 FIZ i FIZAN). W 2008 r. KNF udzieliła jedenaście zezwoleń na utworzenie FIO i SFIO oraz 82 na FIZ i FIZAN (dodatkowo – 81 na subfundusze FIO i SFIO oraz dziewięć na subfundusze FIZ),

<sup>24</sup> Gdy uwzględnione zostaną subfundusze, to liczba FIO i SFIO zawsze była wyższa niż FIZ i FIZAN. W 2004 r. różnica ta wynosiła 116 funduszy, a w 2011 r. zmalała do 52.

- po raz pierwszy w historii rynku funduszy nieruchomości funkcjonuje więcej funduszy niepublicznych niż publicznych (odpowiednio dziewięć i siedem),
- w 2008 r. dochodzi do pierwszej likwidacji funduszu nieruchomości przed terminem (Opera Rynku Nieruchomości),
- od 2008 r. banki rozpoczęły dystrybuować tytuły uczestnictwa w funduszach różnych TFI<sup>25</sup>,
- sześć funduszy nieruchomości dopuściło certyfikaty inwestycyjne do obrotu na rynku wtórnym,
- rynek funduszy nieruchomości przez cały okres wykazuje silną koncentrację aktywów – udział trzech największych funduszy na koniec 2008 r. wynosił 54%, w tym ¼ aktywów wszystkich funduszy nieruchomości ulokowana była w jeden fundusz (Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości).

#### **Etap trzeci (styczeń 2009 r. – grudzień 2012 r.)**

W 2009 r. zlikwidowano dwa i utworzono trzy fundusze nieruchomości. Skarbiec TFI rozpoczął likwidację funduszu Skarbiec Rynku Mieszkaniowego FIZ (w planowanym okresie) oraz PKO TFI zdecydowało o zamknięciu PKO Rynku Nieruchomości FIZ. Był to już drugi przypadek przedterminowego zlikwidowania funduszu nieruchomości. PKO Rynku Nieruchomości FIZ został zlikwidowany po pięciu miesiącach działalności ze względu na niskie zainteresowanie inwestorów (fundusz pozyskał niecałe 100 000 zł) i bardzo wysokie koszty wynagrodzenia (2,9% w skali roku, nie mniej niż 100 000 zł miesięcznie [Ogłoszenie o zmianie statutu PKO Rynku Nieruchomości 2008, s. 12]).

Na koniec 2009 r. funkcjonowało siedemnaście funduszy nieruchomości, co stanowiło niecałe 5% wszystkich funduszy inwestycyjnych (tabela 10.). Na koniec roku funkcjonowało po sześć funduszy publicznych i prywatnych oraz pięć funduszy specjalistycznych. Fundusze nieruchomości były w ofercie dziewięciu towarzystw (na 44 zarejestrowane TFI) i zarządzały aktywami o wartości ponad 2,7 mld zł. Prawie połowa tej wartości (49%) była ulokowana w trzech największych funduszach: Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości i PZU Sektora Nieruchomości.

---

<sup>25</sup> Do końca 2011 r. Credit Bank, PKO BP, Kredyt Bank, Pekao i Bank Millennium nadal dystrybuowały tylko fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI powiązanych kapitałowo z tymi bankami.

**Tabela 10. Informacje o funduszach nieruchomości w latach 2009-2012**

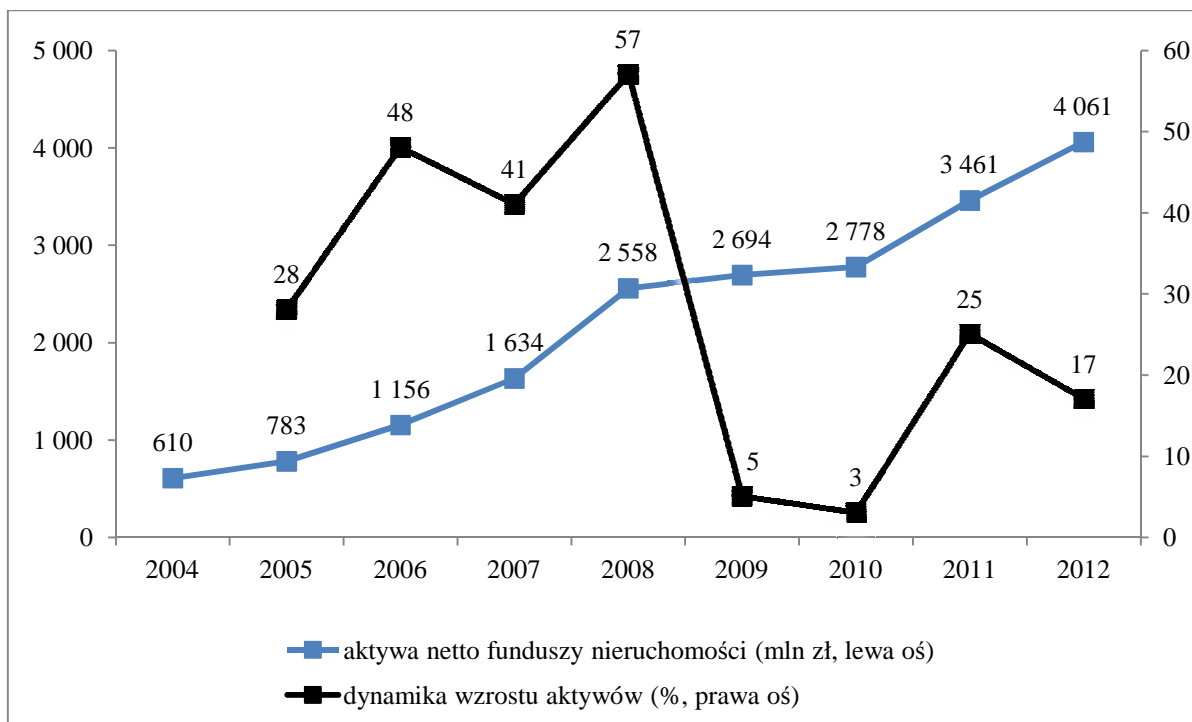
Lata	2009	2010	2011	2012
TFI	9	11	13	16
% wszystkich TFI	20	22	26	30
Fundusze nieruchomości	18	21	27	30
% wszystkich funduszy	4,9	5,0	5,6	5,1
udział aktywów netto funduszy nieruchomości w aktywach ogółem	2,6	2,1	2,8	2,5
<b>Nowe fundusze</b>				
FIZ	2	3	4	5
FIZAN	1	1	2	2
Publiczne	0	2	0	1
Prywatne	2	1	3	5
Specjalistyczne	1	1	3	1

Dane na koniec każdego roku.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IZFiA, KNF i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

Aktywa netto funduszy nieruchomości wzrosły w stosunku do roku poprzedniego o 5% (wykres 3.), z czego prawie cały wzrost wynikał z dodatkowych emisji certyfikatów inwestycyjnych przeprowadzonych przez funkcjonujące fundusze. Spadek aktywów zanotowały fundusze, których strategie inwestycyjne oparte były na wynajmie nieruchomości. Obniżenie stawek czynszów i wzrost pustostanów wpłynął na obniżenie wartości obiektów komercyjnych i generowane przez nich przychody, co przełożyło się na obniżenie wartości nieruchomości posiadanych przez fundusze.

Fundusze nieruchomości w odróżnieniu od funduszy UCITS nie mają obowiązku umarzania certyfikatów inwestycyjnych na każde żądanie ich posiadaczy. Publiczne fundusze nieruchomości (np. Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ) nie przewidują odkupu certyfikatów przed okresem likwidacji funduszu, ale dopuszczają certyfikaty do publicznego obrotu. Z kolei prywatne fundusze dokonują okresowych odkupień (przeważnie raz w roku), co pozwala zarządzającym na zachowanie płynności finansowej i uniknięcia, jak było w przypadku funduszy UCITS, masowego wycofywania środków.



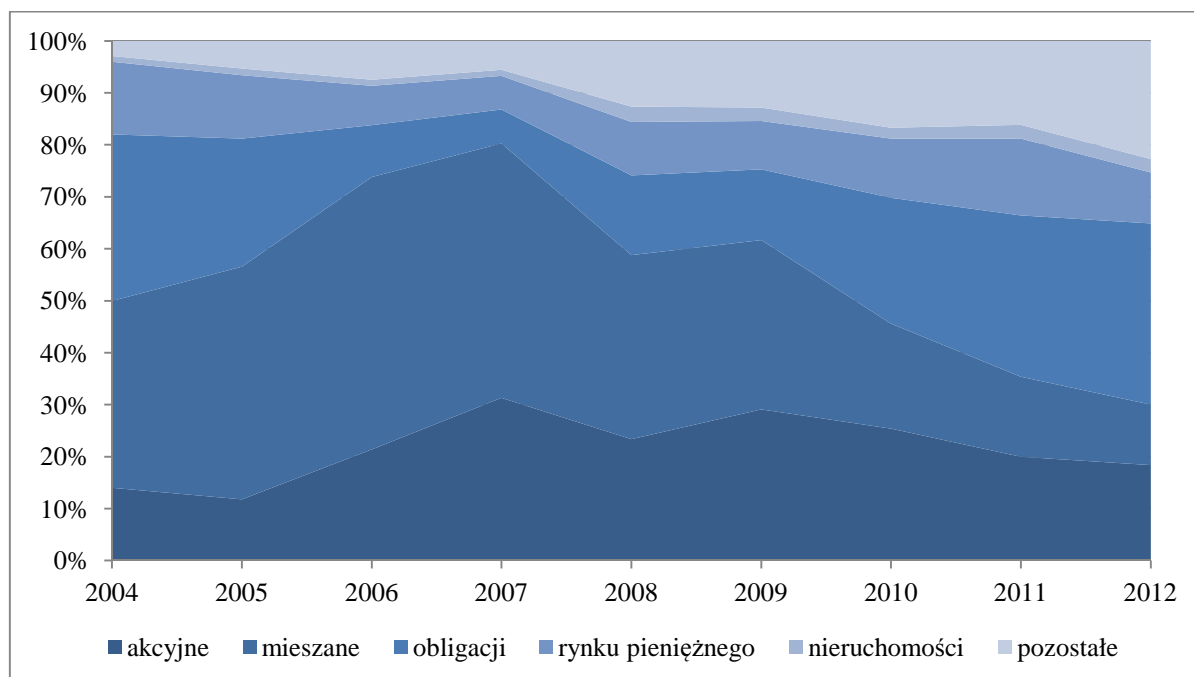
**Wykres 3. Aktywa netto funduszy nieruchomości i dynamika wzrostu aktywów w latach 2004-2012**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IZFiA i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

Na niekorzyść funduszy nieruchomości działały także inne czynniki z ich otoczenia, w szczególności poprawa koniunktury na rynku akcji, przeprowadzenie w IV kwartale dużych emisji akcji PKO BP i PGE oraz przenoszenie środków przez inwestorów z lokat bankowych do funduszy pieniężnych. Znacząca poprawa koniunktury na giełdzie wpłynęła na zwiększenie aktywów całego rynku funduszy inwestycyjnych o 23 mld zł (wzrost o 27% w stosunku do 2008 r.) oraz zmniejszenie zainteresowania funduszami nieruchomości ze strony inwestorów indywidualnych, co przełożyło się na ofertę produktową TFI – w 2009 r. utworzono tylko dwa fundusze prywatne i jeden specjalistyczny.

Kolejny rok był drugim rokiem z rzędu, gdy aktywa netto zarówno rynku funduszy inwestycyjnych, jak i funduszy nieruchomości rosły – odpowiednio wzrost o 31 mld zł (30% w stosunku do 2009 r.) i 133 mln zł (3%). Największy wpływ na wynik całego rynku funduszy inwestycyjnych miał napływ nowych środków. Z kolei na aktywa funduszy nieruchomości nadal oddziaływał spadek czynszów, przy czym wpłaty do czterech nowych funduszy zniwelowały spadek aktywów. Wzrost aktywów funduszy nieruchomości wynikał z przeprowadzonych dodatkowych emisji certyfikatów inwestycyjnych. W grudniu 2010 r. aktywa netto funduszy nieruchomości wynosiły 2,8 mld zł, z czego 44% ulokowane było w trzech funduszach (Arka Fundusz Ryku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości i PZU Sektora

Nieruchomości). Największy udział w rynku miały fundusze lokujące aktywa w akcje (45% fundusze akcyjne i mieszane) oraz dłużne i pieniężne (35%). Uwzględniając dłuższy horyzont czasowy można zaobserwować trwającą od 2007 r. tendencję spadkową udziału funduszy akcyjnych i mieszanych w rynku funduszy inwestycyjnych i rosnący udział funduszy dłużnych i rynku pieniężnego (wykres 4.).



**Wykres 4. Aktywa funduszy inwestycyjnych z podziałem na typy w latach 2004-2012**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA, NBP i sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości.

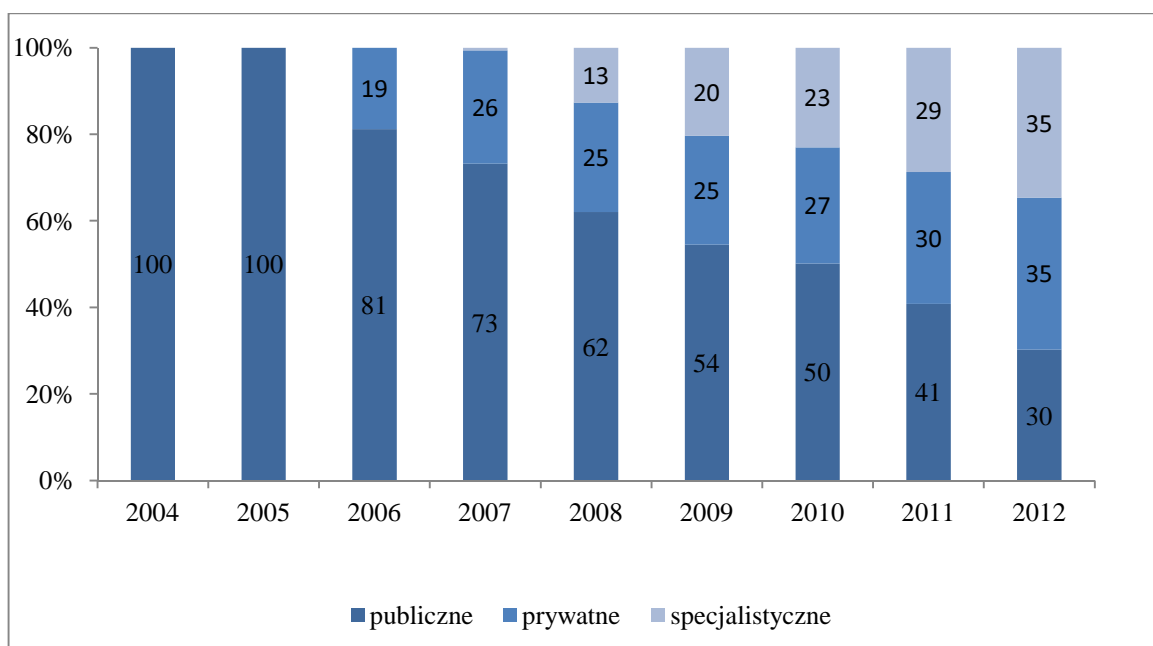
W 2011 r. utworzono sześć funduszy nieruchomości (cztery prywatne i dwa specjalistyczne) i rozpoczęta została procedura likwidacji ECI – Skarbiec Development FIZ (w siódmym miesiącu działalności). Na koniec roku funkcjonowało 27 funduszy zarządzanych przez trzynastę towarzystw i aktywa netto wzrosły do 3,4 mld zł, co stanowi 2,8% aktywów rynku funduszy inwestycyjnych. Zwiększenie liczby funkcjonujących funduszy nieznacznie wpłynęło na zmniejszenie koncentracji na rynku funduszy nieruchomości. Aktywa netto trzech największych funduszy w aktywach ogółem stanowiły 39% (Arka Fundusz Ryku Nieruchomości, Alfa Real Estate i BPH Sektora Nieruchomości).

Na koniec 2011 r. funkcjonowało 50 towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz 814 funduszy i subfunduszy, których aktywa wynosiły łącznie 125 mld zł [KNF 2012, s. 6]. Z czego 55 mld zł ulokowane było w 60 FIO, 27 mld zł w 50 SFIO i ponad 32 mld zł w 330



FIZ<sup>26</sup> [NBP 2012a, 175]. Zmiana dominującej konstrukcji prawnej funduszy (z otwartej na zamkniętą) i wzrost liczby funduszy aktywów niepublicznych spowodowane było przewagą TFI niepowiązanych z bankami lub grupami ubezpieczeniowymi oraz dostosowywaniem funduszy do konkretnych inwestorów. Mniejsze restrykcje prawne regulujące limity inwestycji w aktywa w przypadku tego typu funduszy umożliwiają stosowanie różnych strategii inwestycyjnych w zależności od sytuacji na rynkach. Fundusze te wykorzystywane są także przez firmy do optymalizacji podatków i źródeł finansowania.

Z kolei na rynku funduszy nieruchomości doszło do zmian w strukturze przedmiotowej – fundusze publiczne zostały wyparte przez fundusze prywatne i specjalistyczne (w 2011 r. nie powstał ani jeden publiczny fundusz nieruchomości, podobnie jak w 2007 i 2009 r.). Spadek udziału funduszy publicznych można zauważyć już od 2006 r., w którym utworzono pierwsze prywatne fundusze (wykres 5.). W kolejnych latach liczba publicznych funduszy stopniowo zmniejszała się na rzecz prywatnych i specjalistycznych.



**Wykres 5. Udział (mierzony aktywami netto) poszczególnych typów funduszy nieruchomości w okresie 2004-2012**

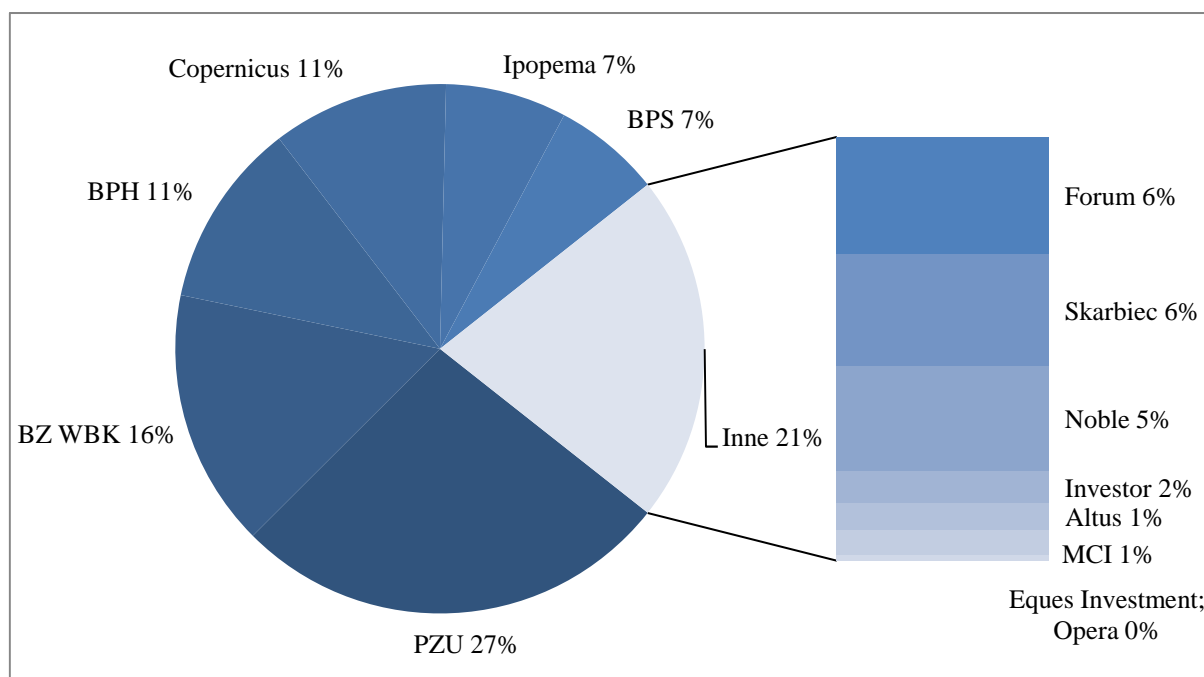
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych i raportów funduszy nieruchomości.

W 2012 r. inwestorzy nadal wykazywali zwiększone zainteresowanie funduszami bezpiecznymi, co przełożyło się na wzrost aktywów ulokowanych w funduszach bezpiecznych (w szczególności w funduszach dłużnych). Nieznaczny spadek aktywów wykazały fundusze

<sup>26</sup> Bez funduszy rynku pieniężnego, funduszy sekurytyzacyjnych i funduszy w stanie likwidacji.

związane z rynkiem akcji oraz gotówkowe i rynku pieniężnego. Wpływ na znaczący wzrost udziału funduszy dłużnych w całym rynku funduszy inwestycyjnych wynikał głównie z przeniesienia aktywów z grupy kapitałowej PZU do dedykowanych funduszy zarządzanych przez TFI PZU, które stało się jednocześnie największym towarzystwem. Podobnie jak rok wcześniej wśród nowych funduszy dominowały fundusze zamknięte skierowane do konkretnych grup inwestorów. Działalność rozpoczęły cztery nowe towarzystwa, które nie są powiązane z bankami lub instytucjami finansowymi.

Udział funduszy nieruchomości był na zbliżonym poziomie jak w latach poprzednich (2,5%). Na koniec roku fundusze nieruchomości znajdowały się w ofercie szesnastu towarzystw, które łącznie zarządzały aktywami o wartości ponad 4 mld zł. W 2012 r. kontynuowana była tendencja zmniejszania roli funduszy publicznych oraz zwiększania funduszy prywatnych i specjalistycznych (odpowiednio udział w rynku funduszy nieruchomości – 30%, 35% i 35%). Największy udział w rynku pod względem wartości zgromadzonych aktywów netto posiadało PZU TFI (27%). Kolejne pozycje zajmowały BZ WBK TFI (16%), BPH TFI (11%) i Copernicus TFI (11%). Największy spadek udziałów w rynku funduszy nieruchomości wykazał Skarbiec TFI, który z czwartej pozycji spadł na ósmą (wykres 6.).



**Wykres 6. Struktura podmiotowa rynku funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.)**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IZFiA.

Podsumowanie trzeciego etapu:

- najwięcej nowych środków pozyskiwały towarzystwa średniej wielkości niepowiązane z instytucjami finansowymi,
- wzrósł udział funduszy aktywów niepublicznych (mierzony aktywami netto i liczbą funduszy),
- zwiększyła się liczba funduszy tworzonych dla inwestorów instytucjonalnych (w celu optymalizacji podatków i kosztów finansowania),
- liczba funduszy nieruchomości prywatnych i specjalistycznych przewyższała liczbę publicznych,
- fundusze nieruchomości wprowadziły „elastyczne” strategie inwestycyjne, które mają na celu dostosowanie portfela lokat do sytuacji panującej na rynku finansowym i nieruchomości,
- dwa fundusze wyemitowały publiczne certyfikaty inwestycyjne dopuszczone do obrotu na rynku wtórnym,
- nastąpiło zmniejszenie koncentracji aktywów – w grudniu 2012 r. trzy największe fundusze zarządzały ponad 30% wszystkich aktywów funduszy nieruchomości.

\* \* \*

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 11. fundusze nieruchomości są zarządzane przez towarzystwa różnej wielkości. W grupie dużych TFI, których udział w całym rynku funduszy inwestycyjnych przekracza 5%, sześć towarzystw zarządza funduszami nieruchomości. W grupie średnich (udział w rynku 1%-5%) i małych (udział poniżej 1%) są cztery i sześć towarzystw. Wśród TFI, które posiadają w ofercie fundusze nieruchomości, tylko trzy z nich są powiązane kapitałowo z bankami (BZ WBK TFI, BPH TFI i BPS TFI). Pozostałe towarzystwa są powiązane z grupami kapitałowymi lub zostały utworzone przez doradców inwestycyjnych.

Aktywa funduszy nieruchomości znacząco nie wpływają na wielkość aktywów ogółem TFI. Wyjątek stanowi TFI BDM, którego ponad połowa aktywów ulokowana jest w jednym funduszu nieruchomości. W przypadku dwóch towarzystw udział aktywów funduszy nieruchomości w aktywach ogółem przekracza 10% (BPH TFI 14% i Noble Funds TFI 12%). W pozostałych towarzystwach wartość ta mieści się w przedziale 1%-7%.

**Tabela 11. Struktura rynku według TFI na koniec 2012 r.**

	<b>TFI</b>	<b>Udział w rynku (%)</b>	<b>Udział aktywów funduszy nieruchomości w aktywach ogółem TFI (%)</b>
<b>Duże (udział &gt;5%)</b>	TFI PZU	10,6	7,0
	Pioneer Pekao TFI	10,3	
	Aviva Investors Poland TFI	8	
	BZ WBK TFI	6,9	6,1
	PKO TFI	6,9	
	Skarbiec TFI	6,7	5,1
	ING TFI	6,5	
	Copernicus Capital TFI	5,6	5,4
	Ipopema TFI	5,3	3,9
	Forum TFI	5,2	3,2
<b>Średnie (udział 1-5%)</b>	Union Investment TFI	4,6	
	KBC TFI	3,3	
	BPH TFI	2,2	13,8
	Legg Mason TFI	2,2	
	Millennium TFI	2,0	
	TFI Allianz Polska	1,8	
	IDEA TFI	1,4	
	Investors TFI	1,4	3,2
	Altus TFI	1,3	2,9
	Noble Funds TFI	1,2	11,9
	QUERCUS TFI	1,1	
<b>Małe (udział &lt;1%)</b>	Amplico TFI	0,9	
	OPERA TFI	0,9	0,2
	TFI SKOK	0,8	
	AXA TFI	0,7	
	Eques Investment TFI	0,6	1,2
	MCI Capital TFI	0,5	7,2
	Intrum Justitia TFI	0,3	
	AgioFunds TFI	0,2	
	BEST TFI	0,2	
	KGHM TFI	0,2	
	BPS TFI	0,1	0,0
	Open Finance TFI	0,1	
	SUPERFUND TFI	0,1	
	TFI BNP Paribas Polska	0,1	
	Caspar TFI	0,0	
	GO TFI	0,0	
	Provide TFI	0,0	
	TFI BDM	0,0	53,2
	TFI AGRO	0,0	brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości i [IZFiA 2013, s. 10].

Przyjęta strategia działania przez TFI ma wpływ na zarządzane przez nie fundusze nieruchomości. Najwięcej funduszy (po cztery) znajdują się w ofercie Forum TFI, PZU TFI i Skarbiec TFI. Forum TFI jest towarzystwem, które specjalizuje się w dedykowanych funduszach, dlatego też zarządza trzema funduszami prywatnymi i jednym specjalistycznym. Z kolei PZU TFI jest towarzystwem powiązany z grupą kapitałową PZU i utworzonym do zarządzania aktywami tej grupy, z możliwością udziału innych inwestorów instytucjonalnych (wszystkie fundusze nieruchomości są funduszami specjalistycznymi). Z kolei Skarbiec TFI kieruje swoją ofertę do szerokiego grona klientów, co powoduje, że towarzystwo to zarządza po jednym funduszu publicznym i prywatnym oraz dwoma specjalistycznymi. Jednocześnie są to jedyne towarzystwa, które zarządzają specjalistycznymi funduszami nieruchomości. Na publiczne fundusze nieruchomości postawiły Arka TFI, BPH TFI, Equus Investment TFI i Opera TFI. Pozostałe towarzystwa zarządzają jednym lub dwoma funduszami (tabela 12.).

Dominacja towarzystw niepowiązanych z grupami bankowymi powoduje, że nowe fundusze nieruchomości kierowane są do konkretnych grup inwestorów (zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych), co jest szczególnie widoczne w 2011 r. i 2012 r. – w tych latach nie powstał ani jeden publiczny fundusz nieruchomości. Na koniec 2012 r. funkcjonowało dziewięć publicznych funduszy nieruchomości, siedem specjalistycznych i czternaście prywatnych. Uwzględniając aktywa netto poszczególnych typów funduszy, to różnica nie jest aż tak duża – aktywa funduszy publicznych stanowią 30% aktywów wszystkich funduszy nieruchomości, z kolei prywatnych i specjalistycznych jest po 35%.

**Tabela 12. Liczba i typy funduszy nieruchomości w podziale na TFI (grudzień 2012 r.)**

TFI	Liczba funduszy			
	Ogółem	Publiczne	Prywatne	Specjalistyczne
Forum	4		3	1
PZU	4			4
Skarbiec	4	1	1	2
Altus	2		2	
BPH	2	2		
BZ WBK	2	2		
Investor	2	1	1	
Ipopema	2	1	1	
Agro	1		1	
BDM	1		1	
BPS	1		1	
Copernicus	1		1	
Eques Investment	1	1		
MCI	1		1	
Noble	1		1	
Opera	1	1		
Razem	30	9	14	7

Źródło: obliczenia własne.

Cechą charakterystyczną funduszy nieruchomości, które rozpoczęły działalność w okresie 2004-2008 jest skoncentrowanie strategii inwestycyjnej na nieruchomościach mieszkalnych i biurowych. Widoczny jest podział na dwie grupy funduszy – stosujących dywersyfikację sektorową obiektów oraz skupionych na jednym sektorze rynku nieruchomości. W pierwszej grupie znajdują się głównie publiczne fundusze m.in. Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości i ECI – Skarbiec Real Estate. W drugiej prywatne i specjalistyczne m.in. City Living Polska i FIZ Sektora Nieruchomości 2. W kolejnych latach (2009-2012) fundusze nieruchomości nadal dywersyfikują portfele inwestycyjne lub specjalizują się w inwestowaniu w jedną klasę aktywów, przy czym stopień dywersyfikacji jest niższy niż wcześniej i nie zależy od typu funduszu<sup>27</sup>.

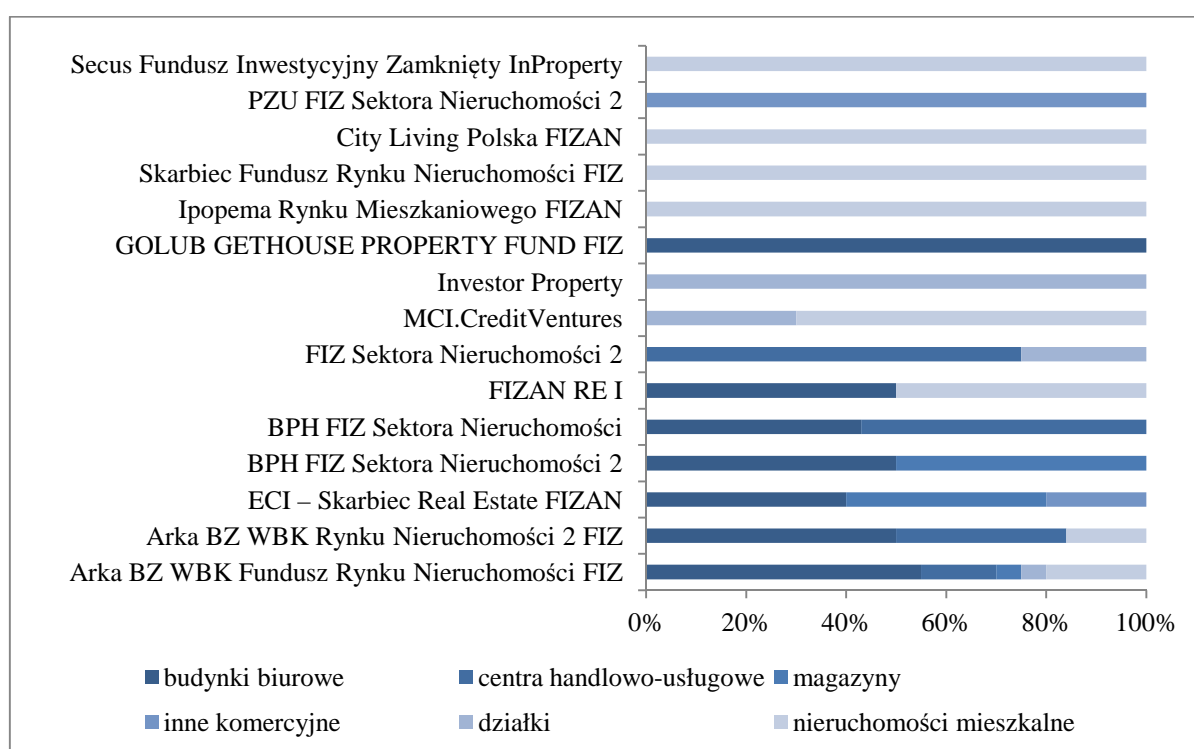
Kolejna zmiana zaszła w zakresie stosowanych strategii inwestycyjnych. Zarządzający funduszami ulokowali aktywa w nieruchomości komercyjne inne niż biurowce czy centra handlowe, przykładowo:

- ECI – Skarbiec Real Estate – jednym z zarządzanych obiektów jest hala targowo-wystawiennicza,

<sup>27</sup> Główne założenia strategii inwestycyjnych funduszy nieruchomości przedstawiono w tabelach 13., 14. i 15. na końcu podrozdziału.

- FIZAN Deweloperskich Nieruchomości Komercyjnych SATUS – właściciel poprzez spółkę celową zakładu pielęgnacyjno-opiekuńczego,
- MCI.CreditVentures – nieruchomości rekreacyjno-wypoczynkowe.

Najwyższy poziom dywersyfikacji na koniec 2012 r. (sektorowy i ilościowy) występuje w przypadku funduszy publicznych (wykres 7.). Najwięcej obiektów w portfolio posiada Arka Fundusz Rynku Nieruchomości – 20 nieruchomości, głównie mieszkaniowe i biurowe. Kolejnymi funduszami pod względem ilości obiektów są BPH Sektora nieruchomości i Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości. Pierwszy z funduszy zarządza łącznie siedmioma nieruchomościami (obiekty biurowe i handlowe). Drugi natomiast – siedmioma projektami deweloperskimi (obiekty mieszkalne). Pozostałe fundusze, które udostępniły informacje dotyczące składników lokat, są jeszcze w trakcie budowania portfeli inwestycyjnych i zarządzają maksymalnie sześcioma nieruchomościami i projektami deweloperskimi.



**Wykres 7. Struktura portfeli inwestycyjnych wybranych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych TFI i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

Porównując dane zawarte w tabelach 13., 14. i 15., które dotyczą publicznych, prywatnych i specjalistycznych funduszy nieruchomości, można stwierdzić, że strategie inwestycyjne funduszy publicznych i prywatnych są zbliżone i oparte na semi-bezpośrednim inwestowaniu na rynku nieruchomości. W lokatach tych funduszy przeważają udziały i akcje spółek, które posiadają w majątku głównie nieruchomości komercyjne, w szczególności obiekty biurowe. Natomiast fundusze specjalistyczne realizują strategie inwestycyjne uzależnione od inwestora, na zlecenie którego został utworzony fundusz.

Średni czas działania polskiego funduszu nieruchomości to siedem lat. Co ciekawe, najwięcej funduszy, które nie mają określonego terminu zakończenia działalności, występują w grupie prywatnych funduszy nieruchomości.

Fundusze prywatne i specjalistyczne, w odróżnieniu od funduszy publicznych, kierowane są do wąskiego grona inwestorów, którymi są zamożni krajowi i zagraniczni inwestorzy oraz instytucje finansowe (w tym zagraniczne banki inwestycyjne). W przypadku funduszy specjalistycznych grono inwestorów jest jeszcze mocniej zawężone, nawet do jednego podmiotu gospodarczego. W przypadku funduszy specjalistycznych zarządzanych na zlecenie podmiotu gospodarczego, współpraca TFI z tym podmiotem nie jest ograniczona tylko do zarządzania na zlecenie. TFI zajmuje się stroną finansową i prawną przedsięwzięcia, natomiast podmiot gospodarczy wnosi do funduszu wiedzę na temat rynku nieruchomości. Przykładem takiej współpracy jest Prologis Poland Development (fundusz zarządzany we współpracy z firmą Prologis<sup>28</sup>), ECI – Skarbiec Real Estate (współpraca z firmą deweloperską) czy PZU Sektora Nieruchomości 2 (współpraca z Eurocash SA<sup>29</sup>).

---

<sup>28</sup> Międzynarodowa firma specjalizująca się w budowaniu i zarządzaniu magazynami i centrami logistycznymi.

<sup>29</sup> Grupa kapitałowa obejmująca m.in. Eurocash (hurtownie prowadzące sprzedaż asortymentu FMCG).



**Tabela 13. Główne założenia strategii inwestycyjnych publicznych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.)**

Fundusz	Rok rejestracji	Planowany okres funkcjonowania	TFI	Struktura portfela inwestycyjnego
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	2004	8+2	BZ WBK	- od 50% nieruchomości biurowe - do 25% grunty, nieruchomości handlowe, magazynowe - do 25% nieruchomości mieszkaniowe
Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	2004	10	Skarbiec	- od 60% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
BPH FIZ Sektora Nieruchomości	2005	8+2	BPH	- do 80% nieruchomości biurowe - do 60% nieruchomości handlowe - do 50% magazynowe - do 30% inne komercyjne i mieszkaniowe
Arka BZ WBK Rynku Nieruchomości 2 FIZ	2008	8	BZ WBK	- do 90% nieruchomości biurowe i handlowe - do 80% nieruchomości mieszkaniowe, stacje benzynowe, hotelowe, magazynowe, parkingi komercyjne - do 50% inwestycje deweloperskie mieszkaniowe i komercyjne
BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2	2008	nieokreślony	BPH	- do 80% nieruchomości biurowe - do 60% nieruchomości magazynowe - do 60% nieruchomości handlowe - do 30% nieruchomości mieszkaniowe - do 30% inne komercyjne, w tym z funkcją hotelową
Opera Terra FIZ	2008	6	Opera	- do 50% wierzytelności - do 70% inwestycje deweloperskie - do 100% akcje i udziały w spółkach sektora nieruchomości
Investor Property FIZAN	2010	7	Investors	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości, w tym: - od 60% nieruchomości mieszkalne, mieszkalno-hotelowe, usługowe - do 45% nieruchomości gruntowe - do 60% nieruchomości mieszkalne - do 45% nieruchomości mieszkalno-hotelowe i usługowe
Ipopema Rynku Mieszkaniowego FIZAN	2010	4	Ipopema	- od 80% nieruchomości mieszkalne i komercyjne

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych TFI i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

**Tabela 14. Główne założenia strategii inwestycyjnych prywatnych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.)**

Fundusz	Rok rejestracji	Planowany okres funkcjonowania	TFI	Struktura portfela inwestycyjnego
Alfa Real Estate FIZ	2006	6	Copernicus	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
City Living Polska FIZ Aktywów Niepublicznych	2006	nieokreślony	Skarbiec	- 80%-100% nieruchomości mieszkalne
Forum Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 2 (od 06-2012, wcześniej FIZ Sektora Nieruchomości 2)	2006	nieokreślony	Forum (wcześniej Copernicus)	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
FORUM XXXVII FIZ (wcześniej Spatium Aktywów Niepublicznych II FIZ)	2008	nieokreślony	Forum	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
Altus Subfundusz Real Estate	2009	nieokreślony	Altus	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
FIZAN Deweloperskich Nieruchomości Komercyjnych SATUS	2009	brak danych	BDM	- od 80% inwestycje deweloperskie
Secus Fundusz Inwestycyjny Zamknięty InProperty (wcześniej ALTUS 3 FIZ)	2010	nieokreślony	Altus	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
MCI.CreditVentures (wcześniej MCI.ImmoVentures FIZ)	2011	8	MCI	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
Provide Spółek Nieruchomości FIZAN	2011	10	Provide	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
Wratislavia Real Estate FIZ Aktywów Niepublicznych	2011	brak danych	Investors	brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych TFI i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

**Tabela 15. Główne założenia strategii inwestycyjnych specjalistycznych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.)**

Fundusz	Rok rejestracji	Planowany okres funkcjonowania	TFI	Struktura portfela inwestycyjnego
PROLOGIS POLAND DEVELOPMENT FIZAN (wcześniej Sezam VII FIZAN)	2007	nieokreślony	Skarbiec	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
FIZAN RE I	2007	5	PZU	- od 80% nieruchomości mieszkalne i komercyjne
ECI – Skarbiec Real Estate FIZAN (wcześniej SEZAM XII Estate FIZAN)	2008	10	Skarbiec	- od 80% nieruchomości komercyjne
PZU FIZ Sektora Nieruchomości	2008	8	PZU	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości
FIZ Private Equity 1	2009	brak danych	BPH	brak danych
GOLUB GETHOUSE PROPERTY FUND FIZ	2010	8	Forum	- od 80% nieruchomości komercyjne
FIZ RE Income	2011	brak danych	PZU	- od 80% akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości (zwłaszcza handlowe i magazynowe)
PZU FIZ Sektora Nieruchomości 2	2011	brak danych	PZU	- odkupienie nieruchomości od Euro-cash - nabywanie nieruchomości pod hurtownie lub centra Eurocash

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych TFI i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych.

### **2.3. Rynek nieruchomości**

Pierwsze lata funkcjonowania rynku nieruchomości w Polsce (1989-1999) związane były z częstymi zmianami legislacyjnymi, restrukturyzacją sektora budowlanego i systemu finansowania. Wycofanie się państwa z finansowania nowych inwestycji na rynku nieruchomości spowodowało utratę pozycji lidera przez spółdzielnie mieszkaniowe i otworzenie rynku dla nowych podmiotów. Brak systemu kredytowania, i tym samym niedobór kapitałów, wpłynął na znaczący wzrost inwestycji zagranicznych w Polsce.

Inwestorzy zagraniczni interesowali się przede wszystkim obiektami biurowymi w Warszawie oraz nieruchomościami przemysłowymi. Spowodowało to gwałtowny napływ kapitału, w szczególności kapitału spekulacyjnego [Kucharska-Stasiak 2007, s. 156]. Jednocześnie przeprowadzana była prywatyzacja zasobu komunalnego. Zachodzące zmiany i zjawiska na rynku nieruchomości były charakterystyczne dla nowo powstałych rynków o wysokim poziomie ryzyka inwestycyjnego.

W latach 1990-1998 można wyodrębnić okresy charakterystyczne dla cykli rynku nieruchomości, ale nie mają one charakteru cykli rynkowych. Kucharska-Stasiak [2007, s. 157-160] określa je cyklami rozwojowymi – okresy i zjawiska zachodzące w ich trakcie wynikały przede wszystkim z działań zmierzających do wprowadzenia mechanizmów rynkowych. Dodatkowo prawie cała podaż zlokalizowana była w Warszawie. Dopiero zmiany makroekonomiczne, legislacyjne i rozszerzenie działań inwestycyjnych poza Warszawę skutkowało pojawieniem się cykli na tym rynku. Rynek nieruchomości w Polsce zaczął się rozwijać i funkcjonować w sposób zbliżony do rozwiniętych rynków nieruchomości.

W dalszej części rozdziału przedstawione są segmenty rynku nieruchomości na których fundusze inwestycyjne lokują aktywa, czyli sektorze mieszkaniowym<sup>30</sup> i komercyjnym (powierzchnia biurowa i handlowa oraz magazyny i centra logistyczne). Analiza poszczególnych sektorów skoncentrowana jest na najważniejszych zjawiskach, które miały miejsce w latach 2004-2012<sup>31</sup>, co wynika z zakresu czasowego funkcjonowania funduszy nieruchomości w Polsce.

#### **2.3.1. Sektor mieszkaniowy**

Wejście rynku nieruchomości komercyjnych pod koniec 1999 r. w fazę spowolnienia spowodowało przesunięcie kapitałów na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Obok inwe-

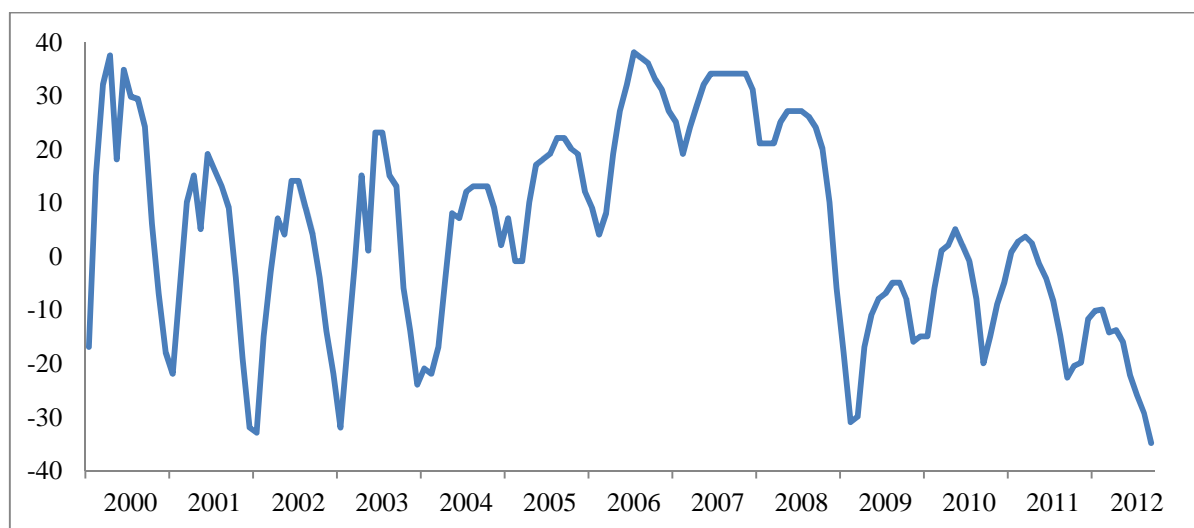
---

<sup>30</sup> Analiza koncentruje się na rynku pierwotnym, ponieważ polskie fundusze nieruchomości inwestują tylko w nowobudowane nieruchomości mieszkaniowe.

<sup>31</sup> Szczegółowa analiza zjawisk zachodzących na rynku nieruchomości (i ich determinant) przedstawiona jest m.in. w raportach NBP [2010, 2012b].

storów zagranicznych pojawili się również inwestorzy krajowi, którzy budowali obiekty na sprzedaż lub wynajem. Hossa w sektorze mieszkaniowym trwała dwa lata (1999-2000) i zbiegła się z niekorzystną sytuacją w gospodarce, która dodatkowo utrudniła pozyskiwanie kapitałów przez deweloperów. Banki postrzegające działalność deweloperską jako wysoce ryzykowną udzielały kredytów z wysokimi marżami. Zatem deweloperzy decydowali się na pozyskiwanie środków na etapie budowy od klientów. Duża liczba zakończonych inwestycji, malejący popyt na mieszkania i recesja w gospodarce przyczyniła się do fali bankructw deweloperów, co powodowało, że nabywcy nieruchomości zostawali bez mieszkania i pieniędzy [Kucharska-Stasiak 2007, s. 162-163]. Kolejne lata charakteryzowała faza spowolnienia (2001) i recesja (2002-2003).

Następny cykl<sup>32</sup> rozpoczął się w połowie 2003 r. i trwał do końca 2004 r. (wykres 8.). Ożywienie na rynku nieruchomości mieszkaniowych wynikało w dużej mierze z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej oraz opóźnionej reakcji na możliwość zaciągania kredytów hipotecznych. Ceny nieruchomości stopniowo wzrastały przy niskiej podaży nowych mieszkań. Czynnikiem wpływającym na wysokość cen był wzrost kosztów produkcji budowlano-montażowej, który wynikał z odpływu pracowników sektora budowlanego na rynki europejskie i chęci partycypowania firm budowlanych w coraz wyższych zyskach deweloperów [NBP 2010, s. 17].



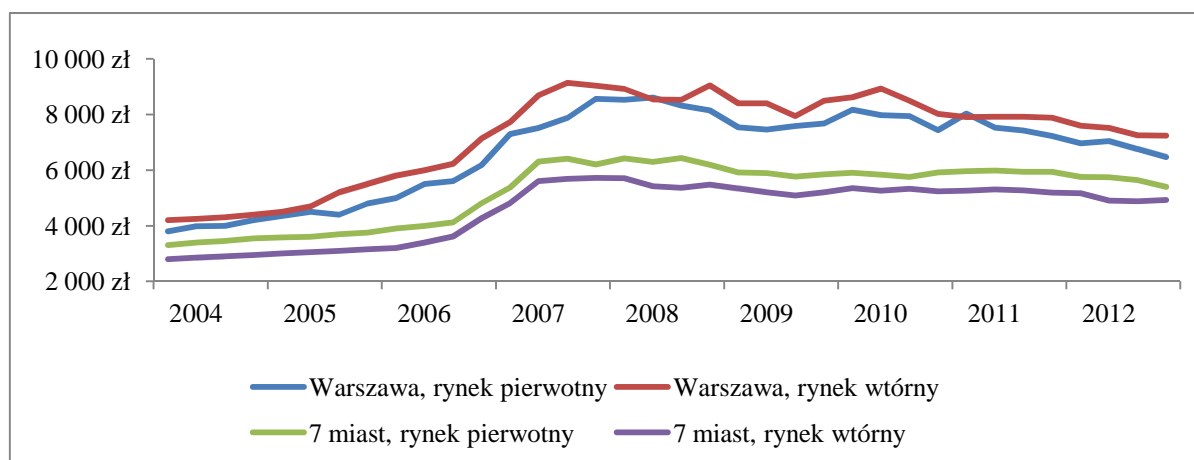
**Wykres 8. Koniunktura w budownictwie w latach 2000-2012**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

<sup>32</sup> Daty określające okres trwania poszczególnych faz cyklu na rynku nieruchomości zostały określone na podstawie cytowanych w rozdziale opracowań poświęconych rynkowi nieruchomości.

W 2005 r. rynek nieruchomości mieszkalnych wszedł w fazę hossy. Do końca kolejnego roku wzrost cen miał charakter popytowy, który wynikał z niskiej podaży nowych mieszkań, obawy przed wzrostem podatku VAT i likwidacją ulg podatkowych związanych z możliwością odliczania odsetek od kredytu od dochodu. Istotnym zjawiskiem były również zmiany w świadomości Polaków, którzy przestali postrzegać mieszkanie tylko jako miejsce zamieszkania czy prowadzenia działalności gospodarczej. Nieruchomości stały się obiektami inwestycyjnymi, a nawet spekulacji<sup>33</sup>.

Tendencja wzrostowa (cen nieruchomości na rynku pierwotnym i wtórnym) utrzymywała się nadal w 2007 r., chociaż nie była już tak dynamiczna jak rok wcześniej. Najważniejszymi ograniczeniami rozwoju było zlikwidowanie ulgi odsetkowej (z końcem 2006 r.) i zastąpienie jej kredytami preferencyjnymi „Rodzina na Swoim” (bardzo niskie limity ceny na m kw. dyskwalifikowały większość nowych nieruchomości), ograniczenia w udzielaniu kredytów denominowanych w CHF i wzrost sprzedaży domów jednorodzinnych położonych na terenach podmiejskich. Negatywnie na rynek wpływały także wygórowane ceny mieszkań (wykres 9.), wydłużony czas ekspozycji lokali i wzrost liczby oddawanych mieszkań do użytkowania.



7 miast – Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Szczecin, Wrocław

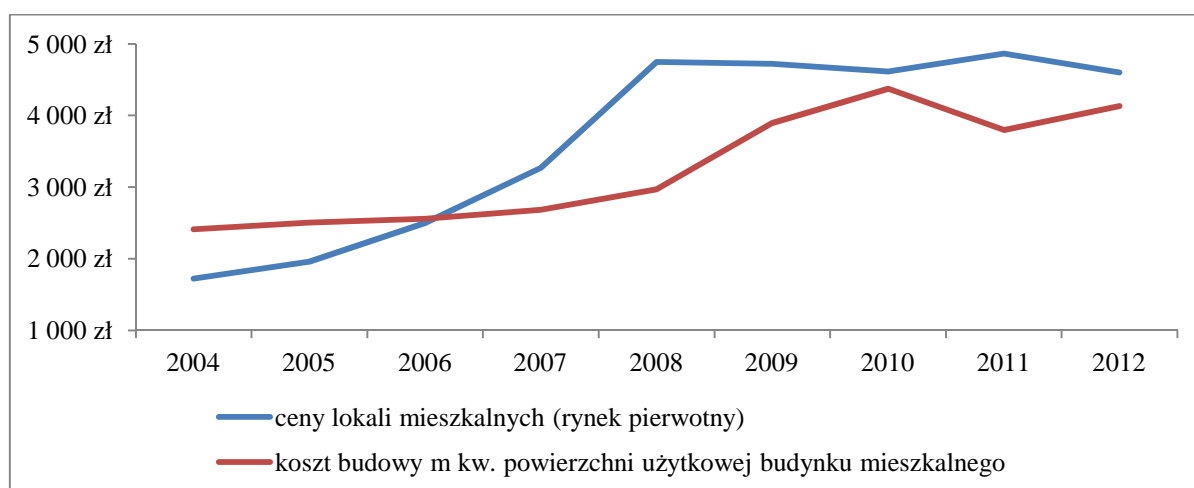
### Wykres 9. Średnie ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym w głównych miastach Polski w latach 2006-2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

<sup>33</sup> Dynamiczny wzrost cen nieruchomości w dużych aglomeracjach miejskich spowodował pojawienie się inwestorów spekulantów, którzy posilkowali się kredytami hipotecznymi do nabywania kolejnych nieruchomości. Banki udzielające kredytów hipotecznych próbowały przeciwdziałać działaniom spekulacyjnym wprowadzając ograniczenia ilościowe dotyczące liczby udzielonych kredytów jednemu kredytobiorcy (np. GE Money Bank, obecnie BPH, udzielał maksymalnie 5 kredytów jednemu kredytobiorcy) lub specjalne produkty (np. Multibank wprowadził kredyt dla osób fizycznych z przeznaczeniem inwestycyjnym. Kredyt ten przeznaczony był na zakup kolejnej nieruchomości i miał wyższą marżę niż kredyt tradycyjny).

Głównymi stymulantami rynku nieruchomości w okresie 2004-2007 były uwarunkowania makroekonomiczne [Kucharska-Stasiak, Załączna i Żelazowski 2012, s. 172], w tym spadek bezrobocia, wzrost płac, stabilizacja inflacji i obniżki stóp procentowych. Uwagę należy zwrócić także na niedobór powierzchni mieszkaniowej i gruntów, które przeznaczone były na budownictwo mieszkalne. Wprowadzenie kredytów hipotecznych do oferty prawie wszystkich banków spowodowało zwiększenie konkurencji między tymi instytucjami i obniżanie marż kredytowych. Niskie oprocentowanie w połączeniu z długim okresem spłaty przełożyło się na zwiększenie dostępności kredytów i wzrost średniej wartości udzielanego kredytu [Wydra 2013].

Kucharska-Stasiak, Załączna i Żelazowski [2012, s. 175] zwracają uwagę na pojawienie się w tym okresie popytu o charakterze przezornościowym. W obawie przed silnym wzrostem cen nieruchomości spowodowanych wstąpieniem Polski do Unii Europejskiej, część gospodarstw domowych przyspieszyło decyzje w zakresie zakupu nieruchomości. Porównując wartości średnich cen transakcyjnych na rynku pierwotnym i kosztów budowy m kw. (wykres 10.) można zauważyć zwiększającą się dysproporcję między tymi zmiennymi oraz rosnącą rentownością działalności deweloperskiej. Z panującej hossy na rynku skorzystały fundusze nieruchomości, które prowadziły własne projekty deweloperskie lub nabywały gotowe nieruchomości mieszkalne w latach 2005-2006. Ich uwaga skupiona była na największych miastach w Polsce, w których ceny nieruchomości były najwyższe i najszybciej rosły.



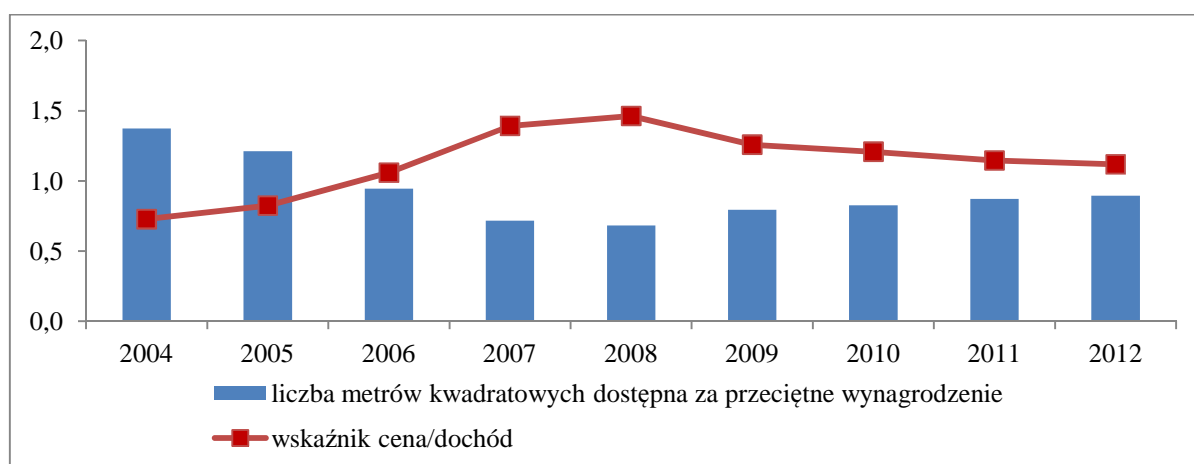
Średnie ceny lokali mieszkalnych z 10 miast (Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin, Zielona Góra).

### Wykres 10. Zmiany cen transakcyjnych nieruchomości z rynku pierwotnego i kosztów budowy w latach 2004-2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Zwiększona liczba nieruchomości mieszkalnych oddanych do użytkowania w 2007 r. i I połowie 2008 r.<sup>34</sup> oraz utrzymujące się bardzo wysokie ceny wpłynęły na zmniejszenie popytu. Wzrost cen nie znajdował uzasadnienia w zmianach dochodów gospodarstw domowych, o czym świadczy wartość wskaźnika cena/dochód (wykres 11.). Wzrost wartości tego wskaźnika informuje również o spadku siły nabywczej dochód gospodarstw domowych na rynku nieruchomości [Kucharska-Stasiak, Załęczna i Żelazowski 2012, s. 175]. W 2004 r. za przeciętne wynagrodzenie można było nabyć 1,37 m kw. na rynku pierwotnym, a w 2008 r. niecałe 0,7 m kw.

Dodatkowo na rynek nieruchomości wpływały pogarszające się warunki makroekonomiczne, których obniżające się wartości były następstwem kryzysu finansowego z 2007 r. Wydłużony czas ekspozycji nieruchomości i utrudniony dostęp do źródeł finansowania (banki mocno ograniczyły akcje kredytową w segmencie przedsiębiorstw) spowodowało obniżenie liczby pozwoleń na budowę i liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto, co przyspieszyło wejście rynku w fazę osłabienia. Większe firmy deweloperskie przyjęły bierną postawę kończąc rozpoczęte inwestycje. Z kolei małe firmy mając problemy z pozyskaniem finansowania poszukiwały inwestorów lub sprzedawały swoje projekty [BRE Hipoteczny 2008a, s. 24]. Firmy deweloperskie chcąc zwiększyć sprzedaż obniżyły pośrednio ceny nieruchomości – mieszkania sprzedawane były z bezpłatnym miejscem postojowym lub wykończeniem lokalu „pod klucz”.



**Wykres 11. Liczba metrów kwadratowych dostępna za przeciętne wynagrodzenie i wskaźnik cena/dochód w latach 2004-2012**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

<sup>34</sup> W 2007 r. (ponad 133 tys.) i I połowie 2008 r. (ponad 67 tys.) [BRE Hipoteczny 2008a, s. 27, 2008b, s. 23].



W II połowie 2008 r. oddano do użytkowania nieruchomości, których budowę rozpoczęto w latach poprzednich, co spowodowało nadmiar podaży i spadek cen nieruchomości. W połączeniu z ograniczeniem dostępności kredytów hipotecznych dla osób fizycznych (głównie ograniczone zostało udzielanie kredytów w CHF poprzez obniżenie LTV<sup>35</sup> do poziomu 65%-80%) spowodowało, że deweloperzy wstrzymali się z nowymi inwestycjami. Rynek nieruchomości mieszkalnych wszedł w recesję. Deweloperzy nadal korzystali z promocyjnych rozwiązań z I połowy roku i dodatkowo proponowali upusty klientom płacącym gotówką lub kupujących większą ilość mieszkań. Rozpoczął się także okres dostosowywania nieruchomości do potrzeb klientów:

- duże lokale przebudowywano na mniejsze (około 50-metrowe), które najszybciej się sprzedawały i dopasowane były do podwyższonych limitów ceny za m kw. z rządowego programu „Rodzina na Swoim”,
- niesprzedane mieszkania były przeznaczane na wynajem,
- lokale mieszkalne przekształcano na biurowe [BRE Hipoteczny 2009, s. 20].

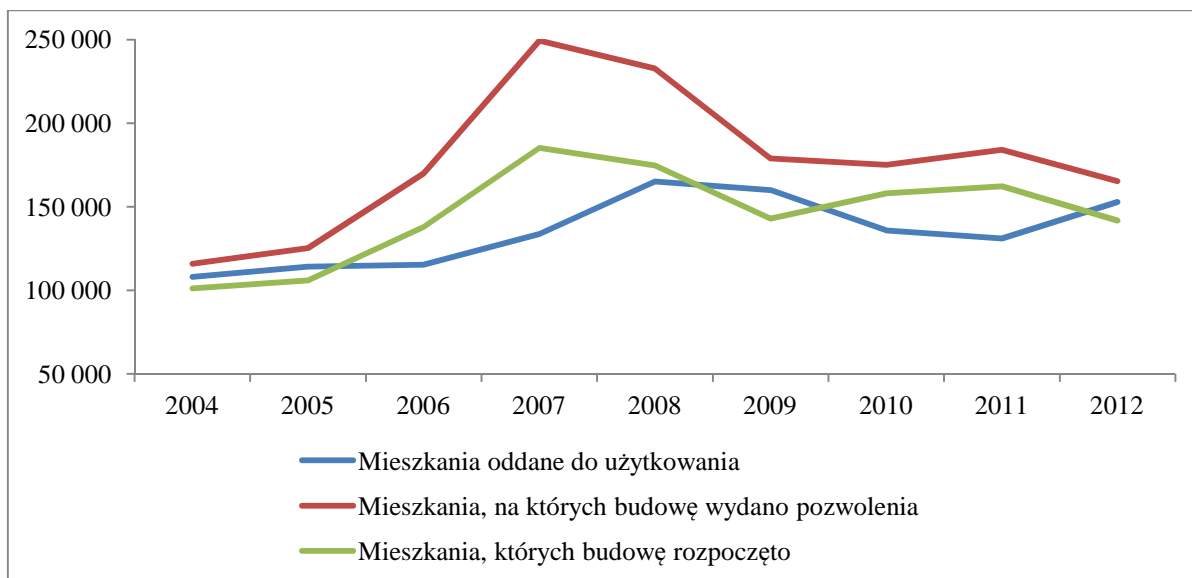
Pomimo dobrego okresu do inwestowania na rynku nieruchomości mieszkalnych TFI nie było zainteresowane tym segmentem. Utworzone w 2008 r. fundusze nieruchomości skupione były na segmencie nieruchomości komercyjnych.

Zmiana nastąpiła dopiero w II połowie 2009 r. – ceny nieruchomości rosły i zwiększyła się liczba mieszkań oddanych do użytkowania (wykres 12.). Większość deweloperów nadal wstrzymywała się z nowymi inwestycjami ze względu na przewagę podaży nad popytem. W I połowie 2010 r. na rynku zapanowała względna stabilizacja przy przewadze podaży nad popytem, która wynikała z oddania nowych inwestycji do użytkowania. Nastąpił znaczący wzrost liczby sprzedanych mieszkań, pomimo wydłużającego się okresu ekspozycji nieruchomości. Stymulatorem wzrostu popytu było podniesienie limitów w „Rodzinie na Swoim” i planowane wprowadzenie zmian w tym programie (ograniczenie maksymalnego wieku kredytobiorcy do 35 lat i znaczne zmniejszenie współczynnika, za pomocą którego wyliczane są limity cen mieszkań – z 1,4 do 1,1) oraz wprowadzenie Rekomendacji T i S2 (m.in. wprowadzenie limitu udziału obciążeń kredytowych w dochodach netto wnioskodawców<sup>36</sup> i przyjmowanie do liczenia zdolności kredytowej okresu spłaty nie dłuższego niż 25 lat).

---

<sup>35</sup> LTV – *loan to value*, stosunek wysokości kredytu do wartości nieruchomości.

<sup>36</sup> W przypadku osób zarabiających poniżej średniej krajowej współczynnik obciążenia dochodów zobowiązaniami kredytowymi nie może przekraczać połowy ich wysokości. Przy dochodach powyżej średniej krajowej – 65%.



**Wykres 12. Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w latach 2006-2011**

Źródło: opracowanie własne na podstawie [GUS 2013, s. 171].

Nieznaczna korekta cen nieruchomości i zmiany w strukturze wybudowanych nieruchomości (mniejsze osiedla, mniejsza liczba mieszkań w budynkach wielorodzinnych, większa dbałość o tereny otaczające budynki) pobudziły popyt w II połowie 2010 r. i 2011 r. Pozytywnym zjawiskiem było także niepojawienie się popytu spekulacyjnego (z powodu spadku cen i wzrostu kosztów finansowania) [NBP 2012b, s. 33] oraz rozpoczynanie nowych inwestycji przez deweloperów. Z korzystnych warunków rynkowych skorzystały w 2010 r. dwa TFI, które utworzyły dwa publiczne fundusze nieruchomości ze strategiami inwestycyjnymi opartymi na inwestycjach w obiekty mieszkalne.

Największy wpływ na rynek nieruchomości w 2012 r. miały zmiany w otoczeniu prawnym. Z końcem roku zakończono program Rodzina na Swoim i wprowadzono ustawę o ochronie praw klienta dewelopera (tzw. ustawa deweloperska)<sup>37</sup>. Z jednej strony popyt stymulowany był przez kończący się program Rodzina na Swoim, z drugiej strony banki ograniczały akcje kredytową dla osób fizycznych [BRE Hipoteczny 2013, s. 9]. Ograniczenie akcji kredytowej dotknęło także deweloperów, których część zaczęła mieć problemy płynnościowe [NBP 2012b], które wynikały także z faktu finansowania projektów ze środków deweloperów a nie pochodzących od klientów oraz rosnących (od 2007 r.) kosztów budowy obiektów. Wprowadzenie na rynek znacznej ilości nieruchomości mieszkaniowych i rozpoczęcie nowych inwestycji przez deweloperów przed wejściem w życie ustawy deweloperskiej

<sup>37</sup> [Ustawa z 16 września 2011b] wprowadziła m.in. obowiązek prowadzenia rachunku powierniczego przez dewelopera i zawieranie umowy w formie aktu notarialnego

(29 kwietnia 2012 r.) spowodowało nieznaczną przewagę podaży nad popytem i dalszy spadek cen nieruchomości. Poziom cen w dalszym ciągu nie znajduje uzasadnienia w zmianach poziomu dochodów gospodarstw domowych. Nastąpił nieznaczny wzrost wartości nabywczej dochodów – w 2012 r. przeciętne wynagrodzenie umożliwiło nabycie 0,9 m kw. lokalu mieszkalnego na rynku pierwotnym.

### **2.3.2. Sektor nieruchomości komercyjnych**

Rynek nieruchomości komercyjnych składa się głównie z nieruchomości biurowych, magazynowych, handlowych i przemysłowych oraz hoteli. Sektor nieruchomości komercyjnych, podobnie jak nieruchomości mieszkaniowych, charakteryzuje się opóźnioną reakcją ze strony podaźowej na popyt. Zapotrzebowanie na nowe nieruchomości dzielone jest na poszukiwanie obiektów do najmu i do kupna, przy czym przeważają transakcje najmu.

Ze względu na stosowane strategie inwestycyjne przez fundusze nieruchomości, czyli lokowanie aktywów głównie w obiekty biurowe, handlowe i magazyny, w dalszej części rozdziału przedstawienie rynku nieruchomości komercyjnych zostało ograniczone tylko do tych segmentów.

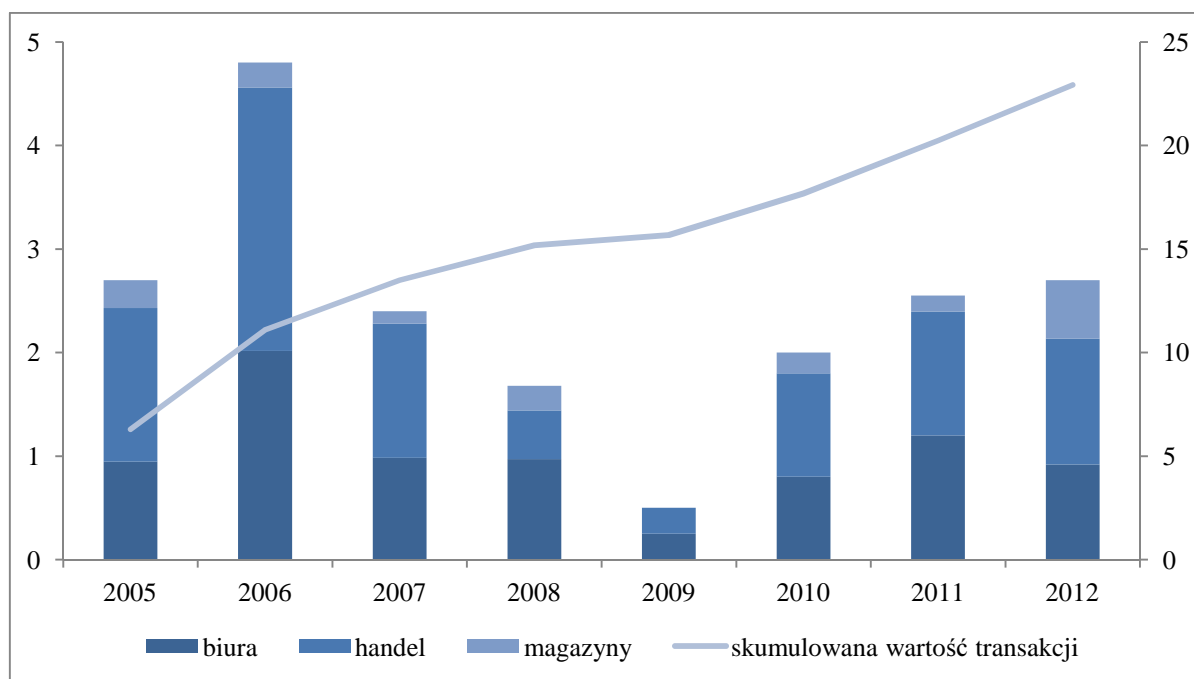
#### **Nieruchomości biurowe**

Okres 2003-2004 charakteryzował się dynamicznym wzrostem podaży i popytu na nieruchomości komercyjne o różnym przeznaczeniu. Beneficjentem ożywienia rynku była Warszawa. Prawie połowa budynków biurowych i aktywności inwestycyjnej zlokalizowana była w Centralnym Obszarze Biznesu w Warszawie (COB)<sup>38</sup>. Negatywnym zjawiskiem w tym okresie była stopniowa obniżka stawek czynszów – z 30 euro/m kw./m-c w 2001 r. do 20 euro/m kw./m-c w 2004 r. W stolicy najbardziej odczuli to wynajmujący budynki w COB. Najemcy chętniej wybierali obiekty o zbliżonym standardzie poza centrum i ze znacznie niższymi stawkami najmu. Z drugiej strony wysokości stawek czynszu w COB były zawyżone ze względu na brak odpowiedniej powierzchni w innych regionach stolicy i wysokiego zainteresowania międzynarodowych firm otwarciem swoich siedzib w Warszawie. W miastach regionalnych wynajmujący obniżali czynsze, aby zmniejszyć straty wynikające z kosztów utrzymania niewynajętej powierzchni.

---

<sup>38</sup> Termin wprowadzony przez analityków rynku nieruchomości i obejmuje ściśle centrum Warszawy.

Wzrost popytu na powierzchnię biurową w większych miastach regionalnych nastąpił dopiero na przełomie 2005 i 2006 r. Spadek pustostanów<sup>39</sup> i oczekiwany wzrost cen najmu wpłynęły na zwiększoną aktywność inwestorów, zwłaszcza zagranicznych. 2006 r. był rekordowy pod względem wielkości transakcji inwestycyjnych, która osiągnęła 4,79 mld euro. Według szacunków firmy Knight Frank [2008, s. 7] skumulowana wartość inwestycji przekroczyła jedenaście mld euro (wykres 13.).



**Wykres 13. Wartość transakcji inwestycyjnych (mln euro) w latach 2005-2012**

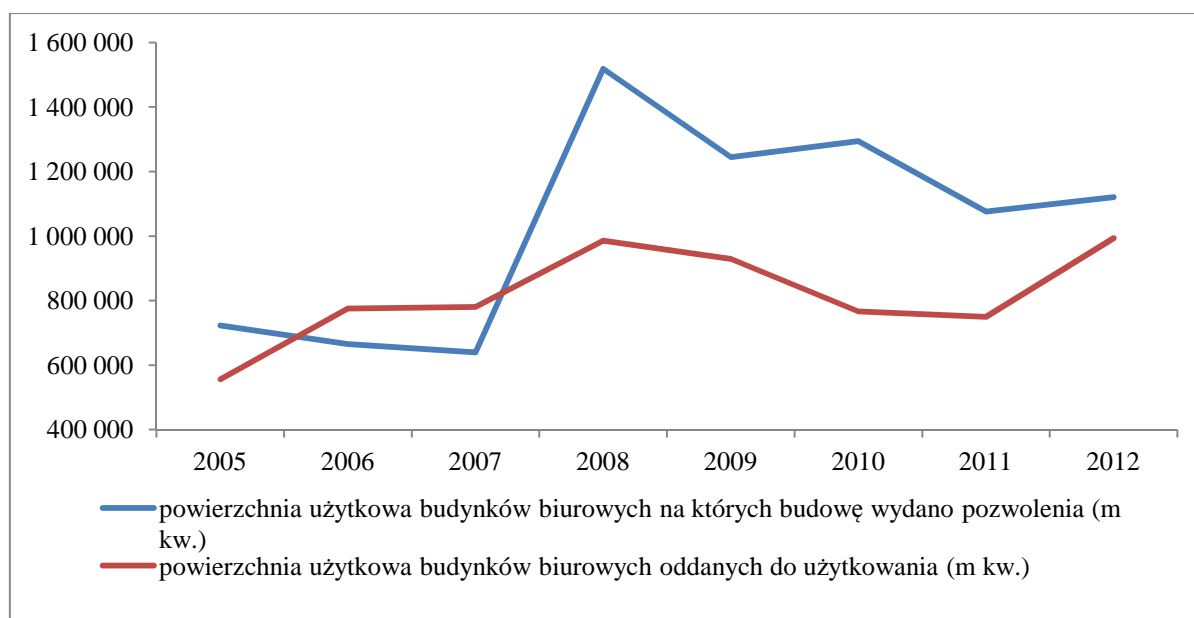
Źródło: [Knight Frank 2012, s. 8, 2013, s. 2].

Obiekty biurowe były nabywane głównie przez niemieckie fundusze nieruchomości. Z kolei obiekty handlowe kupowały fundusze z Irlandii, Austrii, Anglii i Francji. Rynek powierzchni magazynowych w tym okresie był w trakcie tworzenia i nowe obiekty były przeznaczane do najmu [Colliers International 2007, s. 6-48]. Obok zagranicznych funduszy nieruchomości pierwszych transakcji dokonał polski fundusz Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, który nabył nieruchomości zlokalizowane nie tylko w Warszawie (Gdynia, Kraków i Wrocław). Wzmoczona aktywność inwestorów w segmencie obiektów biurowych wynikała nie tylko z braku nowoczesnej powierzchni, ale także z podpisywania umów najmu powierzchni w trakcie budowy, co zmniejszało znacząco ryzyko inwestycji.

<sup>39</sup> Pod koniec 2006 r. wysokość niewynajętej powierzchni biurowej w Warszawie wynosił niecałe 5,5%, a w najbardziej rozwiniętych regionach (Wrocław, Poznań, Kraków) poniżej 5% [Knight Frank 2008, s. 9].

Popyt na nowoczesne powierzchnie biurowe o podwyższonym i wysokim standardzie wynikał m.in. z zainteresowania międzynarodowych firm specjalizujących się w świadczeniu usług outsourcingowych (i tworzeniem centrów obsługi w większych miastach Polski) i ekspansją polskich firm (np. gwałtowny rozwój ogólnopolskich pośredników finansowych). Pozytywnie na popyt wpłynęło także rozpoczęcie działalności przez firmy specjalizujące się w obsłudze rynku nieruchomości komercyjnych, które świadczą usługi od wyszukiwania lokali do negocjowania warunków transakcji (np. Knight Frank czy Colliers International).

W 2007 r. wartość transakcji spadła prawie o połowę w porównaniu do roku poprzedniego. Na ten stan rzeczy największy wpływ miały pierwsze sygnały o kryzysie finansowym w USA, przenoszenie kapitałów przez zagranicznych inwestorów na nowe rynki (Rosja, Bułgaria, Rumunia) [Knight Frank 2008, s. 10] oraz brak nowych obiektów. Niska podaż wynikała ze wstrzymania aktywności przez część deweloperów, którzy oddawali obiekty do użytkowania po pozyskaniu kluczowych najemców. W 2007 r. oddano mniej powierzchni biurowej do użytkowania niż rok wcześniej, jak również wydano mniej zezwoleń na budowę (wykres 14.). W Warszawie dodatkowo rok wcześniej najbardziej atrakcyjnym działkom zmieniono przeznaczenie z komercyjnej na zabudowę obiektami mieszkaniowymi o wysokim standardzie.

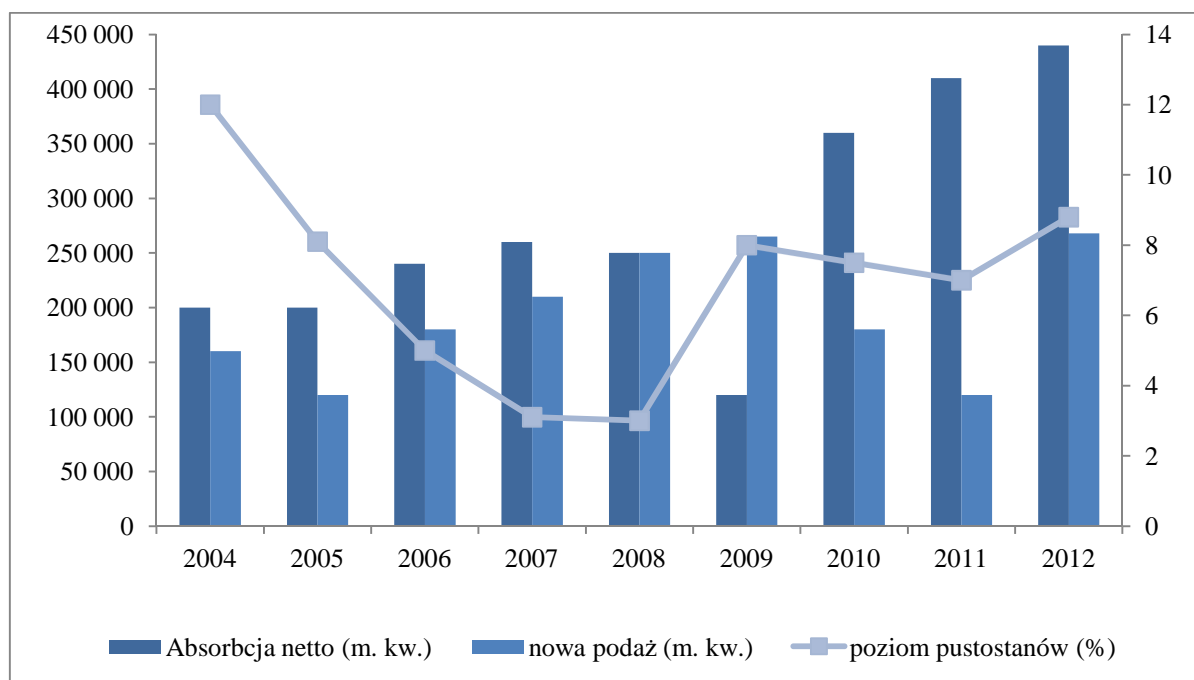


**Wykres 14. Budownictwo niemieszkaniowe (budynki biurowe) w latach 2005-2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

I-III kwartał 2008 r. charakteryzował się wzmożoną aktywnością deweloperów, która wynikała z wciąż wysokiego popytu na nieruchomości i rosnących stawek czynszu. Widoczne były już symptomy spowolnienia. Podaż nowej powierzchni biurowej zaczynała zrównywać się z podażą na skutek oddawania do użytkowania nieruchomości, których budowanie rozpoczęto w poprzednich latach.

Jak wynika z danych przedstawionych na wykresie 15. (dane dotyczą Warszawy, ale obrazują zjawiska zachodzące również w innych regionach Polski) na przełomie 2008 i 2009 r. rynek nieruchomości biurowych wszedł w fazę recesji – podaż przekroczyła popyt, wzrost pustostanów wymusił na właścicielach nieruchomości obniżanie stawek czynszu. Podaż nowej powierzchni w 2009 r. przy braku wzrostu popytu doprowadziła do ograniczenia nowych inwestycji.



**Wykres 15. Absorbacja netto<sup>40</sup>, nowa podaż i poziom pustostanów w Warszawie w latach 2004-2012**

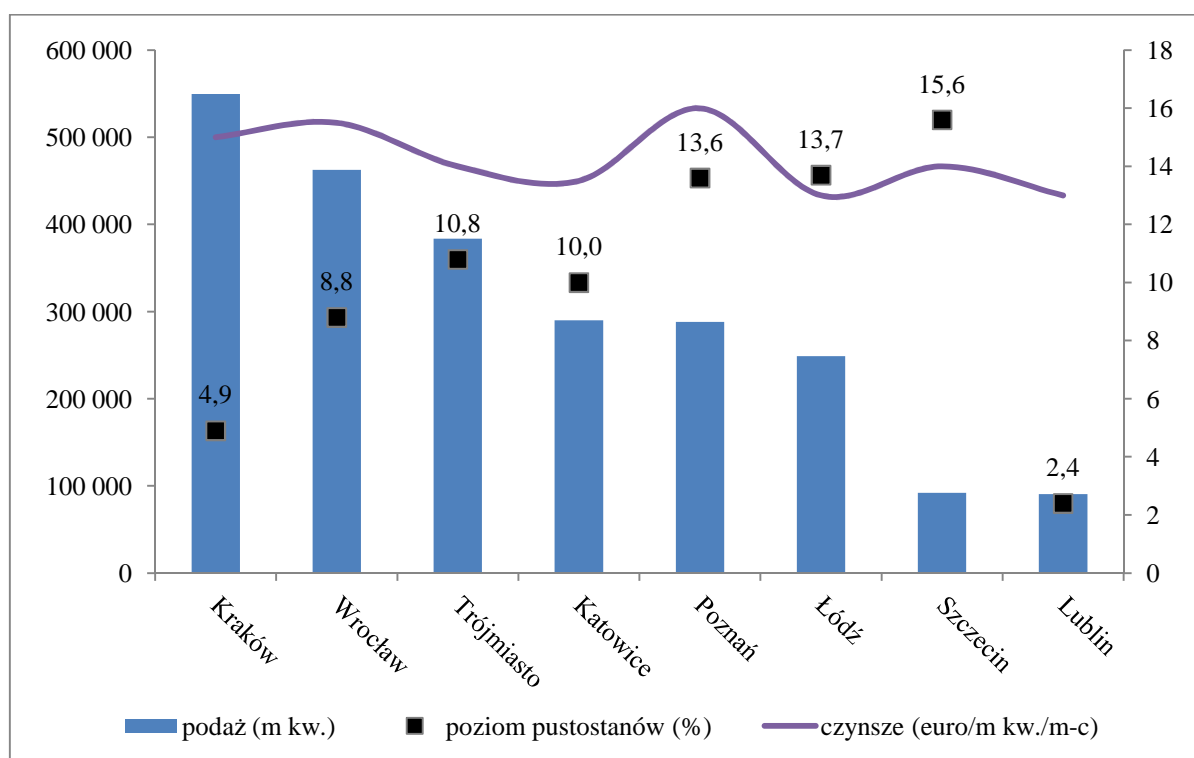
Źródło: opracowanie własne na podstawie [King Sturge 2011, s. 5; Jones Lang LaSalle 2013a, s. 1].

Ożywienie widoczne było już w 2010 r. Dobre wskaźniki makroekonomiczne i prognozy na przyszłe lata ożywiły popyt, który zwiększył aktywność deweloperów. Brak ofert sprzedaży na warszawskim rynku obiektów biurowych o wysokim standardzie w pełni wyn-

<sup>40</sup> Popyt netto, który pokazuje, ile powierzchni zostało wynajęte. Wartość absorpcji netto równa jest różnicy między wielkością powierzchni niewynajętej z poprzedniego okresu (t-1) i z okresu bieżącego (t) powiększona o ilość powierzchni oddanej w okresie t.

jętych skłoniło fundusze inwestycyjne do poszukiwania nieruchomości do nabycia w innych regionach Polski. Jak również, nastąpiło przesunięcie kapitałów w stronę nieruchomości handlowych (2010-2011 r.).

Rozpoczęte inwestycje w latach 2010-2011 były oddawane do użytkowania w 2012 r., co spowodowało wzrost podaży nowej powierzchni biurowej w Warszawie prawie dwukrotnie, przy nieznacznym wzroście poziomu pustostanów. Z kolei w największych miastach Polski popyt netto wzrósł o 15% w stosunku do roku poprzedniego i wyniósł łącznie 304 700 m kw. Aktywność deweloperów była na zbliżonym poziomie jak rok wcześniej (wydano nieznacznie więcej pozwoleń na budowę) oraz nadal największym zainteresowaniem cieszyły się powierzchnie biurowe i handlowe. Najbardziej aktywnym rynkiem był Wrocław i Kraków (wykres 16.), które dysponują największą powierzchnią biurową po Warszawie. Najniższy poziom pustostanów jest w Lublinie, który dysponuje najmniejszą powierzchnią biurową z największych polskich miast. Wysokość czynszów jest na zbliżonym poziomie i średnio wynosi 14 euro/m kw./m-c.



**Wykres 16. Podaż, poziom pustostanów i wysokość czynszów w największych miastach Polski w 2012 r.**

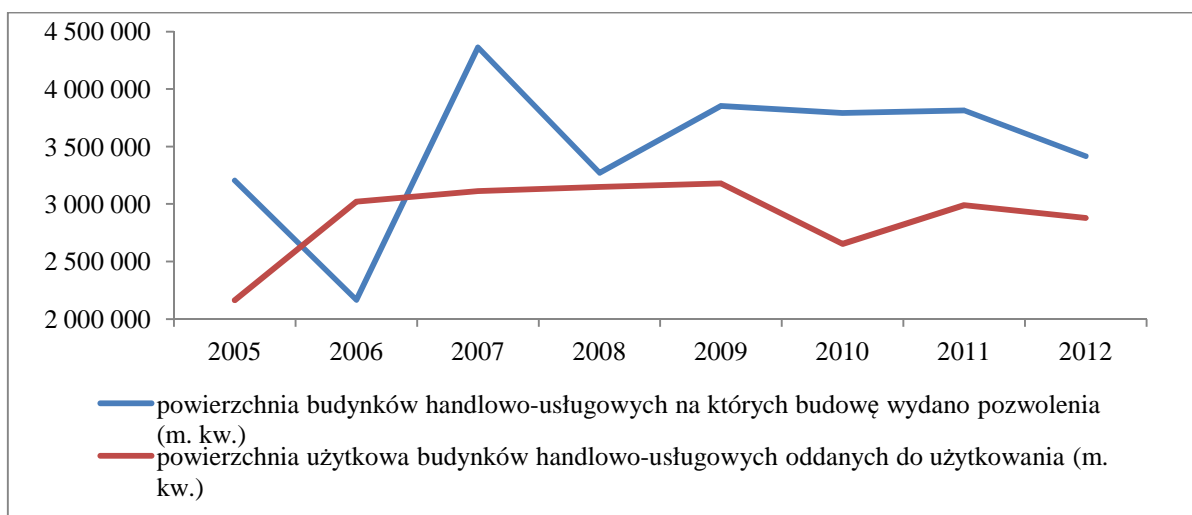
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Jones Lang LaSalle 2013a, s. 2].

## Obiekty handlowe

Segment nieruchomości handlowych od początku lat 90. XX w. stale się rozwijał. W pierwszym okresie największym zainteresowaniem najemców powierzchni handlowych cieszyły się duże wolnostojące budynki, które były wynajmowane przez zagraniczne sieci hipermarketów (2003-2004 r.). Obok sklepu wielkopowierzchniowego tworzono małe galerie handlowe (centrum handlowe I generacji) [Colliers International 2006, s. 37]. Nowym zjawiskiem było również budowanie centrów handlowych z kilkoma wielkopowierzchniowymi najemcami, często po za miastem (tzw. *retail park*). Najbardziej znane i najstarsze to Centrum handlowe Bielany (Wrocław) i Centrum Janki (Warszawa). Inwestorami były przeważnie zagraniczne fundusze inwestycyjne.

Podnoszenie jakości powierzchni handlowej spowodowało zmiany w finansowaniu tego segmentu rynku. Krajowe firmy i polskie fundusze nieruchomości rozpoczęły inwestować w centra handlowe I generacji. Zagraniczne fundusze inwestycyjne w centra handlowe II-IV generacji i *retail parks*<sup>41</sup>.

Najwyższa aktywność inwestorów w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych była w 2007 r., kiedy wydano pozwolenia na budowę prawie 4,5 mln m kw. powierzchni handlowo-usługowej i oddano do użytkowania ponad trzy mln m kw. tej powierzchni. W kolejnych latach średniorocznie oddawano do użytkowania 3,6 mln m kw.



**Wykres 17. Budownictwo niemieszkaniowe (handlowo-usługowe) w latach 2005-2012**

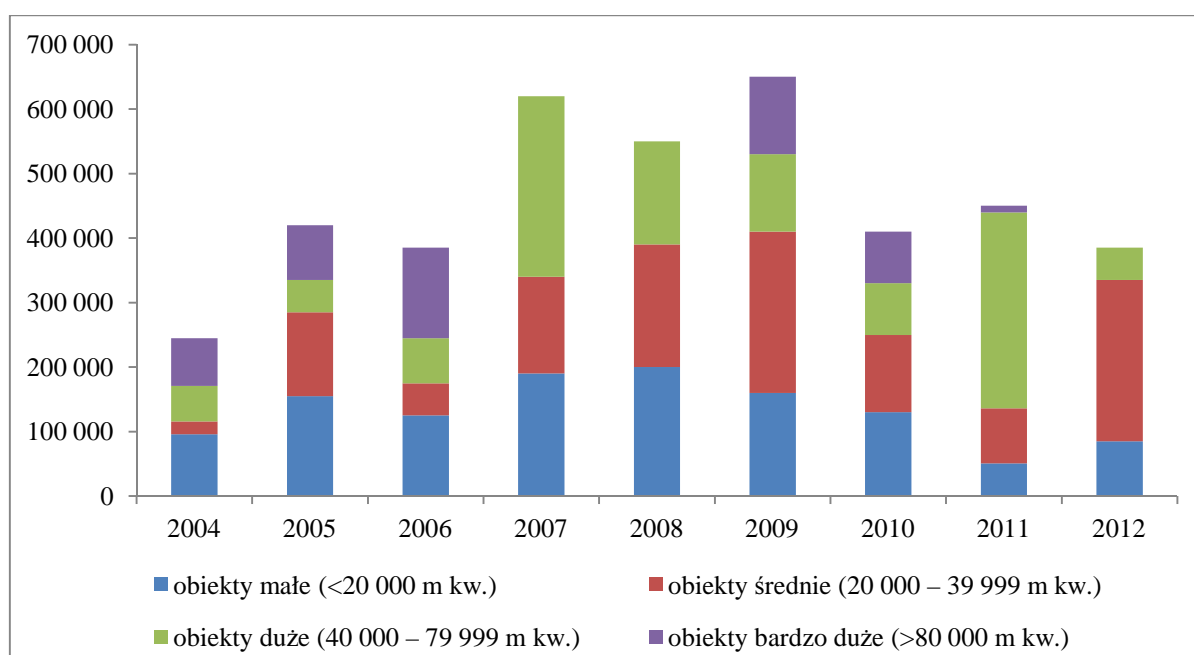
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

<sup>41</sup> Centrum handlowe II generacji – duże galerie handlowe, gdzie nie ma dominującego najemcy (np. Galeria Dominikańska we Wrocławiu, Centrum handlowe Klif w Warszawie). III – centrum handlowe II generacji rozszerzone o rozrywkę (np. Arkady Wrocławskie, Centrum handlowe Mokotów w Warszawie, Stary Browar w Poznaniu). IV – wielofunkcyjne i zróżnicowane centrum handlowe III generacji (np. Manufaktura w Łodzi pełni funkcje kulturalne).



Zwiększające się nasycenie powierzchnią handlową skłoniło deweloperów i inwestorów do przeniesienia działalności do coraz mniejszych miejscowości (wykres 18.). Doszło nawet do specjalizacji inwestorów – część inwestowała tylko w obiekty handlowe zlokalizowane w centrach regionalnych miast, a inne skupiały się na mniejszych miejscowościach. Centra handlowe I – II generacji budowane były w miastach średniej wielkości (100-400 tys. mieszkańców) i później w małych (50-100 tys.). W kolejnych latach pojawiły się tendencje do lokalizowania centrów handlowych I generacji w jeszcze mniejszych miejscowościach (25-50 tys.) – odpowiedź największych sieci spożywczych na rozbudowę sieci sklepów przez dyskonty spożywcze.

W latach 2004-2012 większość nowej powierzchni handlowo-usługowej stanowiły średnie (20 000 – 39 999 m kw.) i małe obiekty (<20 000 m kw.), które mają krótki czas budowy i łatwiej dostosować je do mniejszych miejscowości. Bardzo duże obiekty (40 000 – 79 999 m kw.) powstawały głównie w latach 2004-2006 i 2009-2010.



**Wykres 18. Nowa powierzchnia handlowa oddawana w latach 2004-2012**

Źródło: [Jones Lang LaSalle 2013b, s. 1].

Według analityków Jones Lang LaSalle polski rynek powierzchni handlowej w porównaniu do rynków krajów europejskich jest umiarkowanie dojrzały z tendencją rozwoju (średni poziom nasycenia powierzchnią handlową w Europie w 2011 r. wynosił 172 m kw., w Polsce – 197 m kw. [Tarajko-Bąk 2011]). W 2012 r. wartość dla Polski uległa niewielkie-

mu zmniejszeniu ze względu na oddanie niecałych 374 000 m kw. powierzchni handlowej, co jest najniższą wartością od 2004 r. [Jones Lang LaSalle 2013b, s. 1].

Największy potencjał rozwoju mają małe i średnie miasta (dodatkowo niższe koszty inwestycji, duża elastyczność w wyborze lokalizacji i niższe koszty dla najemców). Poziom nasycenia powierzchnią handlową w dużych miastach (łącznie z Warszawą) pokazuje, że jest jeszcze miejsce na nowe inwestycje (wykres 19.). W 2012 r. oddano do użytkowania 26 nowych obiektów handlowych m.in. w Rzeszowie, Gorzowie Wlkp. i Kielcach [Knight Frank 2013, s. 12].

Uwaga deweloperów skupiona była także na mniejszych miejscowościach i mniejszych projektach. Galerie handlowe pojawiły się w miejscowościach nieprzekraczających 100 000 mieszkańców m.in. w Ciechanowie, Grudziądzu, Świdnicy czy Kędzierzynie-Koźlu [Jones Lang LaSalle 2013b, s. 1].

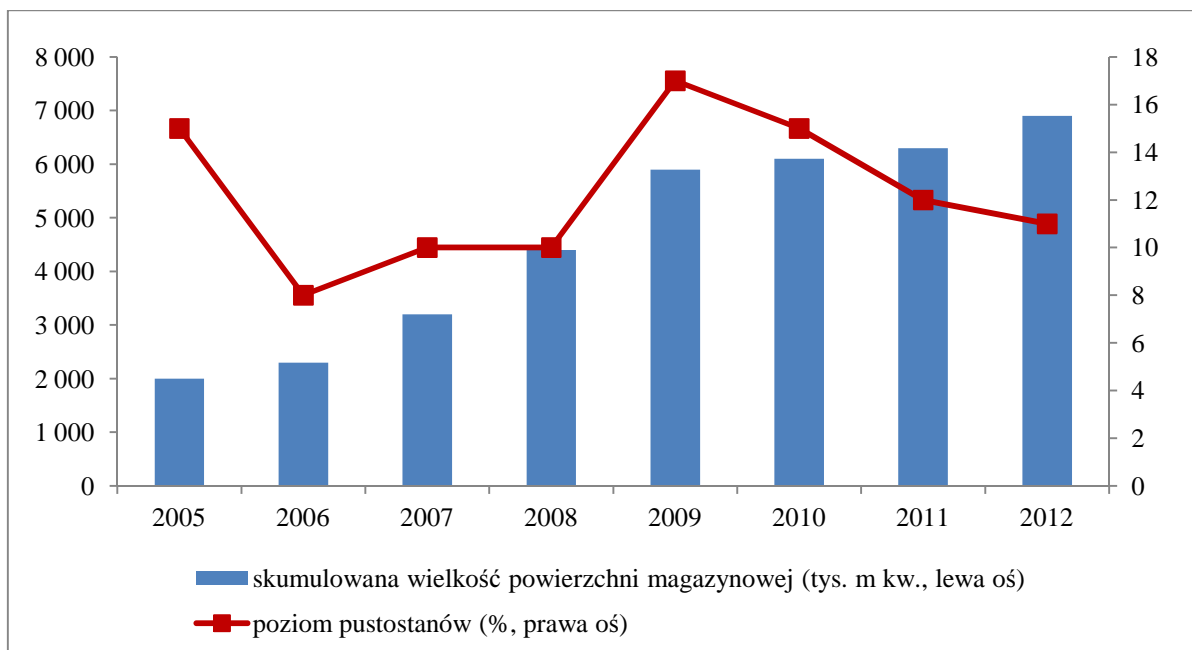


## Magazyny

Krótki czas inwestycji (około sześciu miesięcy do oddania do użytkowania) powoduje, że segment powierzchni magazynowych jest najbardziej elastycznym ze wszystkich segmentów rynku nieruchomości, co ma wpływ na szybkie zaspokajanie zgłaszanego popytu. Jest to także najbardziej stabilna i skoncentrowana część rynku nieruchomości komercyjnych.

Pod koniec 2004 r. większość powierzchni magazynowej ogółem dostępna była w Warszawie i okolicach (73%) [Colliers International 2006, s. 41]. W innych regionach Polski deweloperzy dopiero tworzyli banki ziemi i planowali inwestycje. W centrum zainteresowania znalazły się strategiczne punkty wzdłuż tras przelotowych (Poznań, Wrocław, Łódź, Gdańsk i Katowice).

W okresie 2005-2007 zauważalne były dwa zjawiska – budowanie w celach spekulacyjnych [Knight Frank 2008, s. 11] i pod konkretnego najemcę (magazyny „*built-to-suit*”, BTS). Nowa podaż była natychmiast absorbowana przez rynek (wykres 20.). W kolejnych latach udział regionu warszawskiego spadał i zmniejszała się liczba aktywnych deweloperów spekulacyjnych. Ich miejsce zaczęły zajmować międzynarodowe firmy specjalizujące się w budowaniu i zarządzaniu magazynami i centrami logistycznymi (np. ProLogis, Panattoni). Firmy te specjalizują się w budowaniu centrów magazynowych przy trasach przelotowych i terenach przyległych do terenów inwestycyjnych. Krajowi deweloperzy (i inne mniejsze zagraniczne firmy) budowali i wynajmowali powierzchnie magazynowe zlokalizowane w miastach regionalnych i okolicach (do 8 km od granic miasta), zwłaszcza Warszawy. Od 2009 r. zauważyć można spadek podaży nowej powierzchni w porównaniu do lat wcześniejszych, co pozwoliło na zmniejszenie poziomu pustostanów.



**Wykres 20. Istniejąca powierzchnia magazynowa i wskaźnik niewynajętej powierzchni w latach 2005-2012** Źródło: [Jones Lang LaSalle 2013c, s. 5-6].

W 2011 r. ponad połowa powierzchni magazynowej była wynajmowana przez dwie firmy oraz kontynuowana była tendencja z lat poprzednich do budowania magazynów typu BTS i zabezpieczonych wcześniejszymi umowami najmu. W kolejnym roku rynek powierzchni magazynowej przekroczył siedem mln m kw. i nadal był zdominowany przez dwie firmy. Nadal największym zainteresowaniem deweloperów i najemców cieszyła się Warszawa i okolice, gdzie ulokowane było prawie 40% całej powierzchni magazynowej.

Deweloperzy zajmujący się budowaniem powierzchni magazynowych najmocniej odczuli spowolnienie gospodarcze, którego skutki widoczne były nawet w 2012 r. Rygorystyczna polityka banków utrudniała uzyskanie finansowanie bankowego, co przyczyniło się do budowania magazynów w systemie BTS (ponad połowa powierzchni magazynowej oddanej do użytkowania w 2012 r.) [Knight Frank 2013, s. 15]. Na koniec roku najwyższy udział w rynku powierzchni magazynowej miała firma Prologis (30%). Kolejne miejsca zajęli Panattoni (23%) i Segro (8%). Pozostała powierzchnia była w posiadaniu kilku firm, z których żadna nie miała udziału rynku powyżej 3% [Jones Lang LaSalle 2013c, s. 6].

\* \* \*

Polski rynek funduszy nieruchomości jest młodym rynkiem, który znajduje się jeszcze w fazie rozwoju. Pomimo krótkiego okresu funkcjonowania widoczna jest tendencja do tworzenia funduszy nieruchomości kierowanych do wąskiego grona inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych.

W trakcie dotychczasowego istnienia rynek funduszy nieruchomości poddany był na działanie wielu determinant, z których największy wpływ miały determinanty o charakterze prawno-podatkowym i ekonomicznym. Zmiany przepisów prawa umożliwiły powstanie funduszy nieruchomości i w późniejszym okresie ułatwiły im funkcjonowanie. Natomiast determinanty ekonomiczne oddziaływały na fundusze nieruchomości ze zwiększoną siłą, ze względu na funkcjonowanie funduszy nieruchomości tak jak innych podmiotów gospodarczych i dodatkowo przez powiązanie z rynkiem nieruchomości. Oddziaływanie determinant ekonomicznych widoczne było zwłaszcza w okresie spowolnienia gospodarczego, które rozpoczął kryzys gospodarczy z 2007 r. Rynek nieruchomości zareagował na zmiany ogólnogospodarcze z opóźnieniem, co spowodowało spadki stóp zwrotu funduszy nieruchomości w okresie 2009-2010.

W niniejszym rozdziale uwaga została skupiona na wpływie determinant prawno-podatkowych na strukturę przedmiotową i podmiotową polskiego rynku funduszy nieruchomości. Przepisy prawne tworzą ramy funkcjonowania tych funduszy, natomiast na bieżącą działalność wpływ mają głównie determinanty o charakterze ekonomicznym. W kolejnych dwóch rozdziałach zaprezentowana zostanie ogólna charakterystyka czynników makro- i mikroekonomicznych, które wpływają na rynki funduszy nieruchomości i osiągnane przez nie stopy zwrotu. Przedstawione zostaną także relacje odwrotne, czyli oddziaływanie rynków funduszy nieruchomości na determinanty makro- i mikroekonomiczne.

## Rozdział 3

### **Determinanty makroekonomiczne stóp zwrotu funduszy nieruchomości**

Determinanty makroekonomiczne są jedną z ważniejszych grup czynników wpływających na kształt przedmiotowy i podmiotowy rynku funduszy inwestycyjnych. W literaturze wskazuje się na istnienie zależności między sytuacją ogólnogospodarczą, poziomem inflacji i poziomem zamożności społeczeństwa ze strukturą rynku funduszy inwestycyjnych. Wpływ tych czynników jest inny w różnych krajach. Uwzględniając różnorodne strategie inwestycyjne funduszy inwestycyjnych można dodatkowo stwierdzić, że na różne typy funduszy oddziałują te same determinanty w różnym stopniu. Nie bez znaczenia jest także współzależność determinant makroekonomicznych i występowanie sprzężeń zwrotnych.

Mając na uwadze zakres rozprawy w dalszej części rozdziału zostały przedstawione determinanty makroekonomiczne, których zależność z rynkiem funduszy nieruchomości jest największa. Są to: wzrost gospodarczy, poziom rozwoju systemu finansowego, poziom inflacji, wielkość oszczędności oraz poziom rozwoju rynku nieruchomości. Wymienione determinanty o charakterze makroekonomicznym są wskazywane w literaturze jako te, które w największym stopniu wpływają na funkcjonowanie funduszy nieruchomości.

Uwaga została skupiona na funduszach nieruchomości funkcjonujących jako otwarte, zamknięte i specjalistyczne. Celowo zostały pominięte fundusze REITs, ze względu na odmienne od innych rodzajów funduszy zasady działania, co przekłada się na inne rozłożenie wpływu determinant makroekonomicznych. Dodatkowo rynek funduszy REITs zdominowany jest przez amerykańskie fundusze, co utrudnia przedstawienie wspólnych cech zależności między determinantami makroekonomicznymi i rynkami funduszy nieruchomości REITs.

#### **3.1. Wzrost gospodarczy**

Wzrost gospodarczy oznacza proces zwiększania produkcji w skali całej gospodarki i wpływa na jej segmenty poprzez przenoszenie ogólnogospodarczej aktywności. Proces ten zależy od wielkości i efektywności wykorzystania czynników produkcji. Jednym z nich jest kapitał, który wykorzystywany jest do odnowienia istniejących i tworzenia nowych czynników rzeczowych. Wzrost gospodarczy przekłada się na poziom zamożności i wysokości dochodu społeczeństwa, które posiadając nadwyżki finansowe może przeznaczyć je na inwestycje. Zgromadzone oszczędności skierowane na rynek finansowy stają się źródłem finansowania gospodarki. Źródłem powiązania między wzrostem gospodarczym i rynkiem finansowym należy upatrywać w funkcjach tego rynku, którymi są:

- transformacja oszczędności w kapitał i umożliwianie jego przepływu między podmiotami posiadającymi nadwyżki do podmiotów, które go potrzebują,
- zapewnianie płynności aktywów finansowych, która polega na umożliwieniu zamiany aktywów finansowych na gotówkę,
- transmisja polityki gospodarczej oraz osiąganie jej celów, takich jak wysoka stopa zatrudnienia, niski poziom inflacji i stabilny wzrost gospodarczy [NBP 2004, s. 13],
- obrót środkami płatniczymi,
- zmniejszanie kosztów transakcyjnych [Gruszczyńska-Brożbar 2007, s. 27]
- zmniejszanie ryzyka inwestycyjnego,
- umożliwianie gromadzenia oszczędności,
- niwelowanie asymetrii informacji.

O tempie wzrostu gospodarczego decyduje polityka gospodarcza państwa i zachowania podmiotów gospodarczych [Smaga 2013, s. 140]. Państwo wpływa na tempo wzrostu gospodarczego m.in. poprzez przepisy prawne ułatwiające prowadzenie działalności gospodarczej, dotacje i subwencje na podnoszenie innowacyjności i konkurencyjności przedsiębiorstw. Nie bez znaczenia jest również oddziaływanie państwa na kształt i zasady funkcjonowania rynku finansowego. Prawna ochrona interesów inwestorów zwiększa ich zaufanie do rynku finansowego, co przyczynia się do zwiększenia wartości oszczędności, które alokowane na rynku finansowym wykorzystywane są do finansowania podmiotów gospodarczych.

System pośrednictwa finansowego przyczynia się do rozwoju i integracji rynków finansowych. Proces ten jest wspomagany poprzez tworzenie unii gospodarczych i monetarnych oraz ujednolicanie krajowych przepisów w taki sposób, aby ułatwić funkcjonowanie i wzmocnić pozycję konkurencyjną krajowych pośredników finansowych. Przykładem takich działań jest wprowadzenie wspólnej waluty w Europie, która m.in. ułatwia wzajemne rozliczenia podmiotom gospodarczym z różnych krajów eliminując ryzyko różnic kursowych oraz ułatwia ocenę osiągniętych stóp zwrotu przez fundusze inwestycyjne (eliminacja przeliczania wartości tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych na lokalną walutę). Z kolei rozwój rynków finansowych pozwala na przeprowadzanie transakcji bez względu na lokalizację geograficzną inwestora i instrumentu finansowego.

Na zwiększenie zdolności podmiotów gospodarczych do wytwarzania dóbr i usług pozytywnie wpływa zwiększona ilość kapitału, który jest udostępniany z wielu źródeł [Levine 2004, s. 325-328]. Im bardziej jest rozbudowany i zróżnicowany system pośredników finansowych, tym więcej środków jest gromadzonych i dystrybuowanych. Jednocześnie następuje

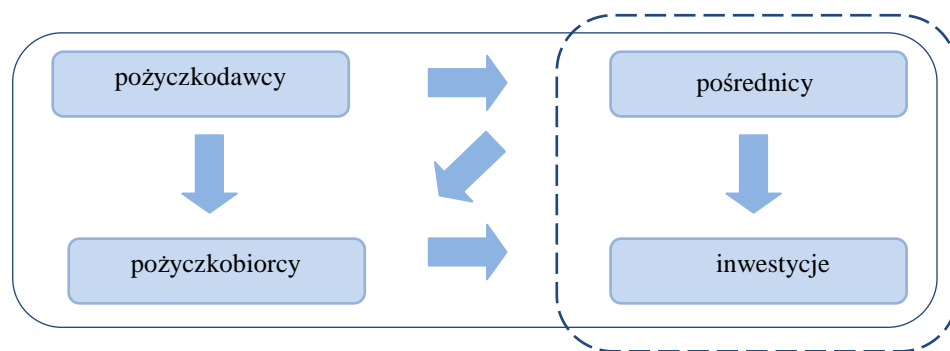


zwiększenie konkurencji między pośrednikami finansowymi i zmniejszenie koncentracji sektora bankowego na rynku finansowym, co przekłada się na obniżenie kosztów pośrednictwa finansowego, zwiększanie liczby i rodzajów instrumentów finansowych oferowanych przez pośredników finansowych oraz zmniejsza ryzyko koncentracji akcji kredytowej w sektorze bankowym.

Wzrost gospodarczy stymulowany jest także poprzez realizowanie przez pośredników finansowych funkcji rynku finansowego, w szczególności:

- obniżanie kosztów transakcyjnych dzięki posiadaniu odpowiedniej wiedzy i narzędzi oraz wykorzystaniu efektu skali [Sidor 2011, s. 80], dostarczanie inwestorom większej ilości informacji niż może zdobyć pojedynczy inwestor [Allen 1990, s. 23],
- umożliwianie inwestycji w instrumenty finansowe niedostępne dla pojedynczego inwestora (ze względu na wysokość wymaganego kapitału, kierowania instrumentów finansowych tylko do inwestorów instytucjonalnych lub określonej grupy inwestorów),
- tworzenie własnych instrumentów finansowych, które wykorzystywane są do transferu ryzyka i alokacji oszczędności [Allen i Santomero 1998], co w połączeniu z niższymi kosztami transakcyjnymi i ułatwieniem dostępu do instrumentów finansowych mobilizuje oszczędności i zwiększa ich alokacje na rynku finansowym,
- ograniczanie wpływu asymetrii informacji (jedna strona transakcji nie posiada wystarczającej wiedzy o drugiej stronie), która powoduje powstawanie ryzyka nadużycia – ryzyka, że pożyczkobiorca zainwestuje kapitał w innym celu niż założony w umowie [Mishkin 2002, s. 71-72]; delegowanie monitorowania kapitałobiorców na pośredników finansowych obniża koszty i zwiększa efektywność zainwestowanego kapitału [Diamond 1984, s. 409],
- finansowanie przedsiębiorstw innowacyjnych i podmiotów gospodarczych na wczesnych etapach rozwoju, przedsięwzięć obarczonych wysokim ryzykiem inwestycyjnym.

Rozwój rynku finansowego wpłynął na zmianę działalności pośredników finansowych, którzy mogą funkcjonować zarówno jako podmioty pośredniczące w przekazywaniu środków między pożyczkodawcami i pożyczkobiorcami, jak również jako pożyczkobiorcy (schemat 4.).



#### **Schemat 4. Przepływy kapitałów w systemie finansowym z uwzględnieniem zmienionej roli pośredników finansowych**

Źródło: opracowanie własne.

Nowe role pośredników finansowych można przedstawić na przykładzie funduszy nieruchomości, które mogą:

- pośredniczyć w przekazaniu środków od inwestorów do pożyczkobiorców (rola pośrednika finansowego, linia ciągła) – zarządzający funduszami stosują strategię inwestycyjną opartą na inwestowaniu pozyskanych środków w instrumenty finansowe, które przynoszą bieżący dochód i umożliwiają wzrost wartości zainwestowanego kapitału, np. hipoteczne REITs, które lokują aktywa w hipoteczne papiery wartościowe,
- wykorzystać pozyskane środki do inwestycji (rola pośrednika finansowego i inwestora, linia ciągła i przerywana) – zarządzający stosują strategię inwestycyjną polegającą na lokowaniu środków w projekty inwestycyjne (np. budowa biurowca) i lokowanie posiadanych nadwyżek pieniężnych w krótkoterminowe papiery wartościowe; takie działania stosują m.in. polskie fundusze nieruchomości<sup>1</sup>.

Fundusze nieruchomości wykorzystywane są przez podmioty gospodarcze także do odmrożenia kapitału zainwestowanego w nieruchomości i do uzyskiwania bieżących przychodów. Takie rozwiązania proponują głównie amerykańskie, niemieckie i polskie fundusze inwestycyjne. Przedsiębiorstwo ma możliwość zapłacenia za tytuły uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym posiadanych nieruchomości. Korzyściami dla podmiotu gospodarczego jest przekazanie obiektu w zarządzanie profesjonalnej firmie, uzyskiwanie dywidend z tytułu posiadanych certyfikatów inwestycyjnych oraz prowadzenie nowych inwestycji z wykorzystaniem kapitału funduszu nieruchomości. Z poziomu wpływu na wzrost gospodarczy działania funduszy nieruchomości przyczyniają się do rozszerzenia źródeł kapitału dla podmiotów

<sup>1</sup> W roli pośrednika finansowego i inwestora występują także inne typy funduszy inwestycyjnych, np. polskie fundusze FIZAN.

gospodarczych, co przyczynia się do zwiększenia posiadanego przez przedsiębiorstwa kapitału, który może zostać skierowany do innych obszarów działalności tych podmiotów.

Możliwość działania funduszy nieruchomości jako pośredników finansowych oraz pośredników finansowych i inwestorów umożliwia przedstawienie zależności między rynkiem funduszy nieruchomości i wzrostem gospodarczym jako tendencje (udział funduszy nieruchomości zaznaczono pogrubioną czcionką):

- z poziomu pośrednika finansowego:
  - wzrost gospodarczy → wzrost popytu na kapitał → **wzrost podaży instrumentów finansowych**,
  - akumulacja oszczędności → **finansowanie wydatków publicznych** → wzrost gospodarczy,
  - **akumulacja oszczędności** → zwiększenie oszczędności długoterminowych → wzrost gospodarczy,
  - **finansowanie rynku nieruchomości** (redystrybucja oszczędności) → rozwój rynku nieruchomości → wzrost gospodarczy,
- z poziomu inwestora:
  - wzrost gospodarczy → wzrost popytu na nieruchomości → **inwestycje funduszy nieruchomości w nowe obiekty**,
  - **inwestycje funduszy nieruchomości w nowe obiekty** → rozwój rynku nieruchomości → wzrost gospodarczy,
  - **finansowanie inwestycji publicznych**<sup>2</sup> → wzrost gospodarczy,
  - **wzrost podaży instrumentów finansowych** → rozwój rynku finansowego → wzrost gospodarczy,
- z poziomu pośrednika finansowego i inwestora:
  - **inwestycje funduszy nieruchomości w nowe obiekty i finansowanie rynku nieruchomości** (redystrybucja oszczędności) → rozwój rynku nieruchomości → wzrost gospodarczy,
  - **inwestycje funduszy nieruchomości na rynku nieruchomości i rynku finansowym** → rozwój rynku nieruchomości i rynku finansowego → wzrost gospodarczy.

---

<sup>2</sup> Inwestycje infrastrukturalne i realizujące cele społeczne (oświata, kultura, służba zdrowia).

Na zależność między rynkiem finansowym i wzrostem gospodarczym uwagę zwrócił już w 1911 r. Schumpeter. Stwierdził on, że pośrednicy finansowi mobilizując oszczędności i zarządzając ryzykiem przyczyniają się do wzrostu gospodarczego [King i Levine 1993, s. 17]. Pozytywny wpływ pośredników finansowych na wzrost gospodarczy został potwierdzony przez liczne badania empiryczne. King i Levine [1993] wykazali istotność statystyczną zależności wzrostu gospodarczego i rynku finansowego na przykładzie 80 krajów w okresie 1960-1989. Levine, Loayza i Beck [2000] uzyskali takie same wyniki na próbie 71 krajów w okresie 1960-1995. W innym opracowaniu, Levine i Zervos [1996] wykorzystując model ekonometryczny wykazali istotność relacji między rynkiem akcji i wzrostem gospodarczym w długim okresie dla 41 krajów w okresie 1976-1993. Bencivenga, Smith i Starr [1995] skupili się na wpływie kosztów transakcyjnych, które wyznaczają poziom płynności rynku akcji, na wzrost gospodarczy. Stwierdzili oni, że im niższe koszty, tym bardziej płynny rynek akcji i zwiększone zainteresowanie inwestorów lokowaniem kapitałów w projekty długoterminowe, które stymulują wzrost produktywności.

Większość opracowań dotyczących relacji systemu finansowego i wzrostu gospodarczego<sup>3</sup> popartych badaniami empirycznymi skupione są na bankach i instytucjach finansowych związanych z rynkiem akcji. Opracowania dotyczące zależności między funduszami inwestycyjnymi i wzrostem gospodarczym są rzadko podejmowane (Klapper, Sulla i Vittas [2004], Khorana, Servaes i Trufano [2005], Antunes [2007], Ferreira i in. [2013]). Uwaga autorów skupiona jest na rozwoju gospodarczym, a nie wroście gospodarczym (stosowana jest miara PKB *per capita*, a nie wskaźnik PKB), co wpływa na interpretacje uzyskanych wyników. Miarę PKB wykorzystała Gabryelczyk [2008] w badaniu zależności między polskimi funduszami akcyjnymi i hybrydowymi a wzrostem gospodarczym. W badaniu analizie poddany został okres 1998-2006 w którym były duże wahania WAN funduszy inwestycyjnych, co miało wpływ na stopy zwrotu funduszy i wnioski z badania.

W wielu opracowaniach wskazuje się, że im starszy i wyższy poziom rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, tym wyższy jest ich udział w PKB, czyli wskazuje się na istnienie zależności między tymi zmiennymi. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 16. największe rynki funduszy nieruchomości występują w krajach, w których fundusze inwestycyjne funkcjonują od dziesięcioleci (USA, Niemcy, Francja, Wielka Brytania). Jednocześnie są to kraje o wysokich wartościach PKB.

---

<sup>3</sup> Przegląd badań dotyczących relacji systemu finansowego i wzrostu gospodarczego oraz relację wzrostu gospodarczego z innymi czynnikami przedstawione są m.in. w King i Levine [1993], Levine i Zervos [1996], Brzozowski [2009], Malaga [2009].

**Tabela 16. PKB i WAN funduszy nieruchomości w latach 2004 i 2012 w wybranych krajach Europy i USA**

Kraj	PKB (mln USD)			WAN (mln USD)		
	2004	2012	Zmiana (%)	2004	2012	Zmiana (%)
Austria	291 430	394 708	35	621 <sup>2</sup>	4 495 <sup>2</sup>	624
Belgia	361 683	483 262	34	5 816	9 094	56
Czechy	113 977	196 446	72	66 <sup>3</sup>	121	83
Francja	2 055 679	2 612 878	27	15 528	68 609	342
Grecja	227 950	249 099	9	697 <sup>4</sup>	2 310	231
Hiszpania	1 044 612	1 322 965	27	5 963	5 543	-7
Holandia	609 890	770 555	26	19 472	14 335	-26
Niemcy	2 726 341	3 428 131	26	118 762 <sup>2</sup>	108 316 <sup>2</sup>	-9
Polska	252 769	489 795	94	146	909	524
Portugalia	185 397	212 274	14	9 603	15 101	57
Szwajcaria	374 224	631 173	69	10 359	16 674	61
USA	11 797 800	16 244 600	38	307 894 <sup>1</sup>	580 000 <sup>1</sup>	88
Węgry	101 926	124 600	22	549	1 435	161
Wielka Brytania	2 196 860	2 471 784	13	3 353	19 120	470
Włochy	1 735 522	2 014 670	16	7 526	55 597	639

<sup>1</sup> kapitalizacja rynkowa

<sup>2</sup> bez funduszy specjalistycznych

<sup>3</sup> dane z 2007 r.

<sup>4</sup> dane z 2006 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych EFAMA, ICI i World Bank.

Przeciętna wartość współczynnika korelacji rang Spearmana<sup>4</sup> w okresie 2004-2012 dla krajów wymienionych w tabeli 16. (bez Czech i Grecji) wynosi 0,79, co oznacza silną i pozytywną zależność pomiędzy wzrostem gospodarczym i wielkością rynku funduszy nieruchomości. Zbliżone wyniki uzyskano dla 15 krajów w okresie 2007-2011<sup>5</sup> – korelacja rangowa 0,79. Wartości współczynnika dla poszczególnych lat przedstawiono w tabeli 17.

**Tabela 17. Korelacja rang Spearmana między PKB a WAN funduszy nieruchomości**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	średnia
13 krajów	0,66	0,81	0,82	0,86	0,73	0,80	0,81	0,79	0,82	0,79
15 krajów	-	-	-	0,86	0,77	0,83	0,84	0,82	0,84	0,83

Wszystkie wartości są istotne statystycznie dla  $\alpha=0,05$ .

Źródło: obliczenia własne.

<sup>4</sup> Do obliczenia wartości korelacji rang Spearmana przyjęto logarytmy naturalne danych tabeli 16.

<sup>5</sup> Wszystkie kraje z tabeli 16. Okres badania wynika z dostępności danych.

Wysokie wartości współczynnika korelacji rang Spearmana można wyjaśnić większą stabilnością wartości aktywów netto funduszy nieruchomości niż innych typów funduszy<sup>6</sup> oraz powiązaniem z rynkiem nieruchomości. Dodatkowo zarządzający funduszami nieruchomości planując i realizując strategie inwestycyjne uwzględniają przewidywalny przebieg cyklu koniunkturalnego w swoich decyzjach inwestycyjnych. Jak również mogą dostosowywać strategie inwestycyjne do panującej sytuacji na różnych rynkach w trakcie funkcjonowania funduszy.

Reasumując, można wyciągnąć wniosek, że wzrost gospodarczy wpływa na działalność funduszy nieruchomości i tym samym na ich wyniki inwestycyjne. Przeprowadzona powyżej analiza związku między wzrostem gospodarczym (wyrażonym jako PKB) i wielkością rynków funduszy nieruchomości (wyrażonym w WAN) nie uwzględnia wpływu innych czynników. Celem badania było uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy między tymi zmiennymi występuje zależność. Uzyskane wyniki potwierdzają istnienie relacji między stopami zwrotu funduszy nieruchomości a wzrostem gospodarczym.

### **3.2. Poziom rozwoju systemu finansowego**

Według Dębskiego [2010, s. 15] do powstania rynku finansowego doprowadził rozwój pieniądza oraz pojawienie się osób dysponujących wolnymi środkami pieniężnymi, które udostępniali odpłatnie innym podmiotom. Dębski definiuje rynek finansowy jako miejsce, gdzie zawierane są różnego rodzaju umowy pożyczkowe lub kredytowe i inne, będące w ogólnym rozumieniu źródłem finansowania działalności gospodarczej. Z kolei Jajuga i Jajuga [2007] oraz Sopoćko [2005] przedstawiają rynek finansowy jako rynek, na którym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi (kontraktami zawartymi między dwiema stronami, regulującymi zależności finansowe między stronami).

Dla potrzeb dalszych analiz przyjęto definicję systemu finansowego zaproponowaną przez Polańskiego [2008, s. 18-20]: system umożliwiający świadczenie usług pozwalających na krążenie siły nabywczej w gospodarce, który realizuje trzy funkcje (wiązki zadań): monetarną, kapitałowo-redystrybucyjną i kontrolną. Funkcja monetarna polega na dostarczaniu przez system finansowy podmiotom niefinansowym instrumentu (pieniądza), który jest środkiem dokonywania transakcji i miernikiem wartości oraz umożliwia jego obieg; zawiera kreowanie pieniądza i mechanizm płatniczy. Druga funkcja, kapitałowo-redystrybucyjna, umożli-

---

<sup>6</sup> Średnia wartość współczynnika korelacji rang Spearmana między PKB i WAN wszystkich funduszy inwestycyjnych dla 15 krajów w okresie 2004-2011 wynosi 0,61 (wartości dla poszczególnych lat są istotnie statystyczne dla  $\alpha=0,05$ ).

liwia przepływ wolnych środków pieniężnych od podmiotów dysponujących nimi do podmiotów chcących z nich korzystać. Mechanizm ten obejmuje zarówno dobrowolne przepływy oszczędności, jak również przepływy środków wymuszone za pomocą środków fiskalnych. Z kolei funkcja kontrolna umożliwia kontrolę i monitorowanie przepływów pieniężnych, w szczególności nad środkami pożyczonymi, zainwestowanymi i redystrybuowanymi w przeszłości.

Według Polańskiego system finansowy składa się z czterech głównych ogniw:

- instrumentów finansowych,
- rynków finansowych (na których dokonywane są transakcje dotyczące instrumentów finansowych),
- instytucji finansowych (pośredników finansowych),
- zasad, na jakich działają trzy pierwsze ogniwa.

Przepływy pieniężne realizowane dzięki odpowiedniej infrastrukturze (technicznej, technologicznej, podmiotowej) i przepisom prawnym zapewniają najważniejsze właściwości systemu finansowego:

- efektywność – kapitał kierowany jest tam, gdzie przyniesie najwyższą stopę zwrotu,
- elastyczność – możliwość natychmiastowej zmiany aktywów,
- ciągłość funkcjonowania [Sopoćko 2005, s. 17],
- zwiększenie efektywności alokacji pozyskanych oszczędności (m.in. dzięki specjalistycznej wiedzy pośredników finansowych i obniżaniu kosztów transakcyjnych),
- redukcja ryzyka podejmowanego przez indywidualnych inwestorów (przez dywersyfikację portfela aktywów),
- zarządzanie ryzykiem poprzez monitoring i kontrolę kredytobiorców przez pośredników finansowych [Matysek-Jędrych 2007, s. 47],
- mobilizowanie oszczędności i zapewnienie szerokiego dostępu do zróżnicowanych form oszczędzania.

Przeprowadzone badania literatury poświęconej ewolucji systemów finansowych przez Matysek-Jędrych [2008] wskazują na zmiany ilościowe i jakościowe, których głównymi determinantami są liberalizacja przepisów prawa, postęp technologiczny i globalizacja finansowa. W ujęciu ilościowym: następuje szybszy rozwój rynków finansowych niż banków oraz dynamiczny rozwój pośredników finansowych. W ujęciu jakościowym:

- zwiększenie konkurencji na rynkach finansowych,
- ewaluowanie systemów w kierunku systemów opartych na rynkach finansowych,

- powszechne stosowanie innowacji finansowych,
- wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (przede wszystkim instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych) [Matysek-Jędrzych 2008, s. 48].

Zachodzące zmiany w strukturze podmiotowej i przedmiotowej systemów finansowych mają wpływ na ich funkcje. Postęp technologiczny pozwala na efektywniejszą alokację środków przez pośredników finansowych (m.in. automatyczne lokaty nocne) [Allen i Santomero 2001, s. 278] oraz ułatwia monitoring i kontrolę kredytobiorców przez instytucje finansowe. Dodatkowo zwiększa się efektywność alokacji kapitałów poprzez wykorzystywanie różnorodnych narzędzi teleinformatycznych oraz zmniejsza się ryzyko inwestycji dzięki specjalistycznej wiedzy pośredników finansowych wspomaganej programami komputerowymi szacującymi szanse niepowodzenia transakcji. Z kolei tworzone instrumenty finansowe przez pośredników finansowych poszerzają liczbę klas aktywów dostępnych inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym, jak również zwiększają liczbę instrumentów w ramach danych klas aktywów<sup>7</sup>. Z jednej strony mobilizuje to oszczędności i zapewnia szeroki dostęp do zróżnicowanych form oszczędzania. Z drugiej strony zwiększa się konkurencja między pośrednikami, która jest potęgowana przez postrzeganie funduszy nieruchomości jako instrumentów substytucyjnych i komplementarnych do innych instrumentów finansowych.

Z punktu widzenia oddziaływania systemów finansowych na fundusze nieruchomości największe znaczenie mają dwa ogniwa (instytucje finansowe i rynki finansowe) oraz dwie funkcje (kapitałowo-redystrybucyjna i kontrolna). Ich istotność jest wzmacniana poprzez powiązanie z innymi determinantami – głównie prawno-podatkowymi (m.in. poziom ochrony inwestorów, sposób i poziom opodatkowania inwestycji) i psychologiczno-społecznymi (m.in. poziom zaufania do instytucji finansowych, kultura oszczędzania), które wpływają na decyzje inwestorów o sposobie alokacji oszczędności i wyborze pośredników finansowych.

Na istotną rolę pośredników finansowych w funkcjonowaniu rynków finansowych jako jedni z pierwszych wskazali Leland i Pyle [1977], którzy uznawani są za prekursorów teorii pośrednictwa finansowego. Uznali oni za kluczową funkcję instytucji finansowych niwelowanie asymetrii informacji, poprzez inwestowanie tylko w aktywa, o których pośrednicy finansowi posiadają pełną wiedzę. Z kolei Diamont [1984], który kontynuował badania Lelanda i Pyle'a, zwrócił uwagę na niwelowanie asymetrii informacji i podkreślił wpływ przej-

---

<sup>7</sup> Możliwość lokowania kapitałów niezależnie od miejsca i czasu, finansowanie innowacyjnych (a tym samym wysoko ryzykownych) przedsięwzięć oraz tworzenie coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych stwarza szereg niebezpieczeństw, które mogą zakłócić stabilność systemów finansowych, czego przykładem jest kryzys finansowy z 2007 r. i późniejsza recesja gospodarki globalnej.



mowania przez instytucje finansowe monitorowania i kontrolowania inwestycji na obniżanie kosztów kapitału i zwiększanie efektywności alokacji zasobów. Diamont jako jeden z pierwszych zwrócił uwagę na pełnienie przez pośredników finansowych dwóch funkcji – kontrolnej i kapitałowo-redystrybucyjnej.

W późniejszych opracowaniach zaczęto podkreślać zmianę funkcji pośredników (w tym wzrost znaczenia funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej) i struktury systemu finansowego. Jednym z najczęściej cytowanych opracowań dotyczących tych zagadnień jest praca Allena i Santomera [1998], w której funkcje instytucji finansowych zostały na nowo zdefiniowane. Autorzy odeszli od tradycyjnego postrzegania pośredników finansowych, którzy niwelują asymetrię informacji i obniżają koszty transakcyjne, i zwrócili uwagę na tworzenie przez te instytucje nowych instrumentów finansowych i ich udział w transferze ryzyka. Dodatkowo wskazali na znaczący wzrost udziału pośredników finansowych w strukturze systemów finansowych<sup>8</sup>.

W literaturze podkreśla się wpływ instytucji finansowych na rynek funduszy inwestycyjnych. Badania Klappera, Sulli i Vittasa [2004] wykazały, że fundusze akcyjne najbardziej są rozwinięte w systemach finansowych opartych na rynkach kapitałowych oraz fundusze obligacji i rynku pieniężnego w krajach z systemami finansowymi opartymi na systemach bankowych. W grupie badawczej były tylko otwarte fundusze UCITS i badania obejmowały okres 1992-1998. Drugie badania obejmujące tę zależność przeprowadzili Khorana, Servaes i Trufano [2005], którzy sprawdzali wpływ determinant na rynki funduszy UCITS w 2001 r. Uzyskane rezultaty są inne niż uzyskane przez Klappera, Sullę i Vittasa – wzrost koncentracji w systemie bankowym (wyrażonym łączną wartością aktywów pięciu największych banków) ma znikomy wpływ na rynek funduszy akcyjnych i zrównoważonych oraz powoduje nieznaczny spadek rynku funduszy obligacji i rynku pieniężnego. Ostatnie badania przeprowadził Antunes [2007], który badał fundusze UCITS i otwarte fundusze nieruchomości (okres badania 2004 r.). Wnioski z badania: wzrost koncentracji w systemie bankowym (wyrażonym łączną wartością aktywów pięciu największych banków) powoduje nieznaczne zmniejszenie rynku funduszy akcyjnych i obligacji oraz nieznaczny wzrost rynku funduszy rynku pieniężnego i zrównoważonych oraz brak oddziaływania z rynkiem funduszy nieruchomości<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Drugim najczęściej cytowanym opracowaniem jest praca Scholtensa i van Wensveena [2000], która stanowi polemikę z częścią stwierdzeń z pracy Allena i Santomera [1998].

<sup>9</sup> Warto zaznaczyć, że w wymienionych badaniach grupy badawcze różniły się od siebie pod względem liczby funduszy inwestycyjnych oraz obejmowały tylko jednoroczne okresy, co mogło spowodować nieuwzględnienie we wnioskach wpływu innych determinant niż badany czynnik.

Uwzględniając różnice czasowe między tymi badaniami można zauważyć malejącą rolę systemu bankowego w funkcjonowaniu systemu finansowego, co pokrywa się z przekształcaniem systemów finansowych w stronę systemów opartych na rynkach kapitałowych. Wpływ na osłabienie oddziaływania systemu bankowego na rynek funduszy inwestycyjnych miało przede wszystkim rozszerzenie strategii inwestycyjnych przez fundusze inwestycyjne, co jest następstwem m.in. wprowadzenia wspólnej waluty, integracji rynków finansowych krajów europejskich, konsolidacji europejskich giełd. Uwagę należy zwrócić także na coraz mniejszą liczbę towarzystw funduszy inwestycyjnych powiązanych kapitałowo z bankami, co przekłada się na oferowanie inwestorom przez te towarzystwa funduszy z różnymi poziomami ryzyka i strategiami inwestycyjnymi.

Wpływ inwestorów instytucjonalnych na system finansowy najbardziej widoczny jest w liczbie tych instytucji i wartości aktywów, którymi zarządzają. Obok banków<sup>10</sup>, najważniejszymi pośrednikami finansowymi są instytucje ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i emerytalne. Najwięcej aktywów w grudniu 2011 r. zgromadzone było w funduszach emerytalnych. W dalszej kolejności w instytucjach ubezpieczeniowych i funduszach inwestycyjnych – odpowiednio: 21,1 mld USD, 19,6 mld USD i 15,7 mld USD. Aktywa europejskich i amerykańskich pośredników finansowych przedstawiono w tabeli 18.

---

<sup>10</sup> Wzrost liczby instytucji finansowych spowodował zmiany w sektorze bankowym. W ostatnich latach można zaobserwować odwrót od specjalizacji banków w kierunku ich uniwersalizacji [Jaworski, Zawadzka i Badowski 2001, s. 189].

**Tabela 18. Aktywa funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i innych inwestorów instytucjonalnych w wybranych krajach Europy i USA w 2011 r.**

Kraj	WAN funduszy inwestycyjnych	Aktywa towarzystw ubezpieczeniowych	Aktywa funduszy emerytalnych	Aktywa innych inwestorów instytucjonalnych
	mln USD			
Austria	177 894	98 960	19 161	93 645
Belgia	110 037	220 451	18 809	140 778
Czechy	5 431	24 522	12 442	brak danych
Francja	1 786 815	2 475 826	brak danych	brak danych
Grecja	8 157	17 495	brak danych	brak danych
Hiszpania	202 381	362 929	110 403	brak danych
Holandia	83 476	542 486	1 064 084	brak danych
Niemcy	1 783 275	1 828 343	475 522	brak danych
Polska	32 768	42 235	66 472	brak danych
Portugalia	28 598	76 973	21 595	brak danych
Słowacja	4 376	1 896	1 731	5 782
Szwajcaria	356 716	581 967	660 458	brak danych
USA	11 621 595	10 493 430	16 412 912	633 206
Węgry	11 693	9 999	4 603	brak danych
Wielka Brytania	1 041 732	2 200 378	2 236 821	brak danych
Włochy	250 105	644 930	40 107	567 900
Razem	15 721 774	19 622 820	21 105 013	1 441 311

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BVI, EFAMA, NAREIT, OECD.

Najwięcej funduszy inwestycyjnych było we Francji (ponad 11 000), USA (ponad 7 600) i Niemczech (prawie 6 000)<sup>11</sup>. Najwyższe aktywa zgromadzone były w funduszach amerykańskich (12 000 mld USD), francuskich i niemieckich (1 800 mld USD) oraz angielskich (1 000 mld USD). Średni udział aktywów funduszy nieruchomości w aktywach wszystkich funduszy kształtuje się na poziomie 11% i najwyższy jest w Portugalii (51%). W pozostałych krajach wynosi od 2% do 30% (w Polsce 2%). Udział poszczególnych typów funduszy zależy od kraju. Na koniec 2011 r. najwięcej aktywów było zgromadzone w funduszach akcyjnych (USA, Wielka Brytania i Belgia; powyżej 40%). W funduszach rynku pieniężnego (Hiszpania, Słowacja i Czechy; powyżej 45%), funduszach obligacji (Węgry; powyżej 30%) i funduszach nieruchomości (Portugalia i Grecja; 51% i 30%).

Drugie ogniwo systemu finansowego – rynki finansowe – oddziałują na fundusze nieruchomości w połączeniu z innymi determinantami, takimi jak przepisy prawne<sup>12</sup>, płyn-

<sup>11</sup> Dla porównania w Polsce działało 814 funduszy.

<sup>12</sup> Przykładowe prawne ograniczenia w strategiach inwestycyjnych funduszy nieruchomości przedstawiono w tabeli 7., rozdział 1.3.

ność instrumentów finansowych oraz doświadczenie i przyzwyczajenia zarządzających funduszami. Dodatkowo można wskazać akceptowany poziom ryzyka inwestycyjnego przez inwestorów.

Dominującym rodzajem instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych funduszy nieruchomości są obiekty, grunty i projekty deweloperskie; czyli aktywa związane z rynkiem nieruchomości. Innymi składowymi portfeli inwestycyjnych są:

- papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie (rynek kapitałowy),
- akcje, certyfikaty inwestycyjne, obligacje skarbowe (rynek kapitałowy),
- instrumenty pochodne rynku nieruchomości (rynek instrumentów pochodnych),
- bony skarbowe, weksle (rynek pieniężny),
- waluty (rynek walutowy),
- lokaty i kredyty bankowe, pożyczki (rynek depozytowo-kredytowy).

Cechą charakterystyczną europejskich funduszy nieruchomości jest niski i średni poziom ryzyka inwestycyjnego, co powoduje że pomimo możliwości inwestowania na wielu rynkach zarządzający funduszami skupiają się na rynku nieruchomości i kapitałowym. Instrumenty innych rynków wykorzystują do krótkoterminowego lokowania nadwyżek finansowych, przy czym kluczowym czynnikiem wyboru jest płynność tych instrumentów. Na przykład niemieckie otwarte fundusze nieruchomości lokują aktywa w obiekty komercyjne i mieszkalne (pod warunkiem, że mieszkania są przeznaczone na wynajem) [Flejterski i Miklewicz 2004, s. 36; Maurer, Reiner i Rogalla 2004, s. 213]. Amerykańskie fundusze REITs inwestują m.in. w papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie, instrumenty pochodne rynku nieruchomości, nieruchomości (mieszkalne, komercyjne, przemysłowe, hotele, kopalnie, obiekty służby zdrowia i specjalnego przeznaczenia). Angielskie fundusze inwestują głównie w komercyjne obligacje hipoteczne (*commercial mortgage backed securities*) i nieruchomości komercyjne. Z kolei francuskie i polskie fundusze lokują większość aktywów na rynku nieruchomości mieszkalnych i komercyjnych, podobnie jak europejskie fundusze REITs<sup>13</sup>.

Uwzględniając specyficzne cechy funduszy nieruchomości, takie jak:

- możliwość lokowania środków w różne klasy aktywów,
- dominację aktywów rynku nieruchomości i rynku pieniężnego w portfelach inwestycyjnych,

---

<sup>13</sup> Szerzej w [Trzebiński 2013b].

- dostosowywanie strategii inwestycyjnych do zachodzących zmian na rynkach finansowych,

należy stwierdzić, że poszczególne rynki tworzące rynki finansowe oddziałują na fundusze nieruchomości nierównomiernie i w zależności od kraju, przy czym wpływ ten ma charakter pośredni.

### **3.3. Poziom inflacji**

Poziom inflacji jest determinantą, która pośrednio wpływa na strukturę przedmiotową rynku funduszy inwestycyjnych i selektywnie na działalność wybranych typów funduszy inwestycyjnych. Kierunek i siła oddziaływania poziomu inflacji na fundusze inwestycyjne zależy od strategii inwestycyjnej i formy prawnej funduszy. Bardziej podatne na jej wpływ są fundusze, które muszą utrzymywać wysoką płynność (fundusze inwestycyjne otwarte) i fundusze, które lokują aktywa w obligacje.

W literaturze podkreśla się istnienie związku między poziomem inflacji i poziomem popytu gospodarstw domowych na instrumenty finansowe. W okresach wysokiej inflacji zwiększa się poziom inwestycji gospodarstw domowych w instrumenty finansowe i spadek w okresach niskiej inflacji. Zmiany poziomu inflacji wpływają na atrakcyjność i rentowność instrumentów finansowych, co powoduje przesuwanie środków między różnymi typami funduszy. W większości krajów europejskich (w tym w Polsce) fundusze nieruchomości funkcjonują jako fundusze inwestycyjne zamknięte, lokujące niewielką część posiadanych środków w instrumenty finansowe, których rentowność uzależniona jest od poziomu inflacji, co czyni je mało wrażliwymi na oddziaływanie poziomu inflacji.

Zmiany w poziomie inflacji wpływają także na inne determinanty ekonomiczne. Powolne procesy inflacyjne powodują zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego (przy założeniu iluzji pieniężnej) – następuje spadek stóp procentowych i stawek płac realnych, co pociąga za sobą poprawę rentowności produkcji. Zwiększeniu ulega także optymizm przedsiębiorców, którzy zwiększają nakłady inwestycyjne, co przyczynia się do wzrostu gospodarczego [Milewski i Kwiatkowski 2006, s. 415].

Oddziaływanie poziomu inflacji na rynek funduszy inwestycyjnych widoczny jest w przypadku funduszy dłużnych i rynku pieniężnego oraz rynku akcji, i to w krótkim okresie czasu. Doświadczenia wielu krajów, w tym Polski, wskazują na negatywny wpływ wahań poziomu inflacji na wymienione wcześniej typy funduszy. Przy spadku poziomu inflacji fundusze dłużne i rynku pieniężnego osiągają niższe stopy zwrotu, co powoduje przesuwanie środków przez inwestorów do funduszy związanych z rynkiem akcji. Dzieje się to ze względu

na niską lub ujemną korelację stóp zwrotu z akcji z poziomem inflacji [Fama 1981, s. 545]. Z kolei instrumenty finansowe rynku nieruchomości są przeznaczone do długookresowe inwestowania, co powoduje, że są mniej podatne na zmiany poziomu inflacji niż inne instrumenty.

Na niską korelację rynku nieruchomości z poziomem inflacji uwagę zwrócili pod koniec lat 70. XX w. Fama i Schwert [1977], którzy zbadali oddziaływanie inflacji (oczekiwanej i nieoczekiwanej) na akcje, obligacje i prywatne nieruchomości w okresie 1953-1971. Uzyskany rezultat potwierdza tezę, że nieruchomości zabezpieczają kapitał przed inflacją (oczekiwaną i nieoczekiwaną) w długim horyzoncie czasowym. Biorąc pod uwagę, że fundusze nieruchomości inwestują większość środków na rynku nieruchomości zasadne jest postawienie pytania, czy inwestowanie w fundusze nieruchomości także chroni kapitał przed inflacją?

Brueggeman, Chen i Thibodeau [1984] zbadali relację stóp zwrotu dwóch najstarszych i największych amerykańskich funduszy nieruchomości i poziomu inflacji w okresie 1972-1983. W badaniu wykorzystano dwuczynnikowe równanie regresji (zmodyfikowany model CAPM – CAPMUI), w którym za czynnik rynkowy wybrano stopy zwrotu funduszy nieruchomości, a czynnik inflacji – CPI. Przyjęto w badaniu model CAPMUI:

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{mt} + \gamma_2 \pi_t + \mu_{it}, \quad (1)$$

gdzie:

$R_{it}$  – zwykła stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego w okresie  $t$ ,

$R_{mt}$  – zwykła stopa zwrotu portfela (czynnika) rynkowego w okresie  $t$ ,

$\gamma_{0,1,2}$  – parametry modelu,

$\pi_t$  – poziom inflacji w okresie  $t$ ,

$\mu_{it}$  – składnik losowy, gdzie  $E(\mu_{it})=0$ .

Na podstawie estymacji równania autorzy wykazali, że fundusze nieruchomości zabezpieczają kapitał przed oczekiwaną inflacją (określoną jako oprocentowanie trzymiesięcznych bonów skarbowych) i nieoczekiwaną (wyrażoną jako różnica między poziomem inflacji CPI a oprocentowaniem trzymiesięcznych bonów skarbowych). Autorzy wykorzystali także model dwuczynnikowy Jensena według wzoru:

$$R'_{it} = \alpha'_i + \beta_1 R'_{mt} + \beta_2 \pi'_t + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

gdzie:

$R_{it}'$  – nadwyżkowa stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego w okresie  $t$ ,

$\alpha_i'$  – wartość współczynnika alfa Jensena,

$R_{mt}'$  – nadwyżkowa stopa zwrotu portfela (czynnika) rynkowego,

$\beta_{1,2}$  – współczynnik wrażliwości stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego na zmiany rynkowe i poziomu inflacji,

$\pi_t'$  – poziom inflacji pomniejszony o wysokość stopy zwrotu wolnej od ryzyka w okresie  $t$ ,

$\varepsilon_i$  – składnik losowy, gdzie  $E(\varepsilon_i)=0$ .

Wyniki szacowania zmodyfikowanej alfy Jensena wskazały na ponadprzeciętne zarządzanie badanymi funduszami, co pokrywa się z wynikami uzyskanymi dla równania regresji.

W kolejnym opracowaniu Brueggeman, Chen i Thibodeau [1992] rozszerzyli okres badawczy do 1991 r., pozostawiając w grupie badawczej te same fundusze nieruchomości co w poprzednich badaniach. Na podstawie przeprowadzonych badań<sup>14</sup> autorzy wyciągnęli takie same wnioski jak w poprzednim opracowaniu. Dodatkowo zwrócili uwagę na zmniejszającą się możliwość ochrony kapitału przez fundusze nieruchomości przed inflacją w sytuacji, gdy jej poziom utrzymuje się na niskim poziomie.

Hartzell, Hekman i Miles [1987] badali wysokość kwartalnych stóp zwrotu amerykańskich funduszy nieruchomości na tle oczekiwanej i nieoczekiwanej inflacji w okresie 1973-1983. Uzyskane wyniki potwierdziły założenia autorów o dobrej ochronie przed inflacją (oczekiwaną i nieoczekiwaną) przez fundusze nieruchomości w badanym okresie. Powodem uzyskiwania wyższych stóp zwrotu od poziomu inflacji autorzy przypisali dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych funduszy. Na inne czynniki uwagę zwrócili Dokko i in. [1991]. Według nich wpływ miał niski poziom pustostanów w sektorze nieruchomości biurowych i ogólny wzrost wartości nieruchomości, który związany był z rozwojem funduszy REITs w USA.

Obszerną analizę relacji wyników inwestycyjnych półrocznych funduszy nieruchomości i poziomu inflacji (oczekiwanej i nieoczekiwanej) przeprowadził w 1994 r. Hoesli [1994]. Grupa badawcza składała się z szwajcarskich funduszy nieruchomości, które funkcjonowały w latach 1943-1991. Do porównania wyników wykorzystano rentowność akcji. Rezultaty badania wykazały, że fundusze nieruchomości lepiej chronią kapitał przed inflacją niż akcje, przez co stanowią dobrą składową do dywersyfikacji portfela inwestycyjnego (dodat-

---

<sup>14</sup> Wykorzystany został ten sam model regresji i dwuczynnikowy współczynnik Jensena jak we wcześniejszych badaniach.

kowa zaleta – niski poziom korelacji z innymi aktywami). Hoesli wykorzystał miesięczne, kwartalne i roczne stopy zwrotu funduszy, co pozwoliło potwierdzić że fundusze nieruchomości zabezpieczają kapitał przed inflacją w długim okresie czasu (miimum pięć lat).

Maurer i Sebastian [2002] analizowali fundusze nieruchomości funkcjonujące w Anglii, Niemczech, Francji i Szwajcarii w latach 1980-1998. Statystycznie istotne wyniki uzyskano tylko dla niemieckich otwartych funduszy nieruchomości (ochrona przed oczekiwaną inflacją).

Inne badania przeprowadzili Myer i Webb [1993] oraz Obereiner i Kurzrock [2012], którzy zbadali czy poziom inflacji wpływa na stopy zwrotu funduszy nieruchomości. Myer i Webb poddali analizie 47 amerykańskich funduszy nieruchomości, które funkcjonowały w okresie 1984-1991 i wykorzystali dwuczynnikowy współczynnik alfa Jensena. W pierwszym za współczynniki wrażliwości stóp zwrotu funduszy przyjęli poziom inflacji i benchmark (indeks równoważonych stóp zwrotu wszystkich funduszy). W drugim – poziom inflacji i Russell-NCREIF Index<sup>15</sup>. Autorzy doszli do wniosku, że poziom inflacji w obu modelach nie jest znaczącą determinantą stóp zwrotu funduszy nieruchomości. Obereiner i Kurzrock skupili się na niemieckim rynku otwartych funduszy nieruchomości, specjalistycznych funduszy, REITs i akcjach spółek związanych z rynkiem nieruchomości. Badania stóp zwrotu funduszy z okresu 1992-2009 wykazały, że żaden z uwzględnionych instrumentów finansowych nie chroni zainwestowanego kapitału w krótkim okresie czasu. Z kolei test przyczynowości Grangera wykazał wpływ poziomu inflacji na stopy zwrotu otwartych funduszy nieruchomości i ceny akcji w długim okresie czasu.

Uzyskiwanie wyższych stóp zwrotu przez fundusze nieruchomości niż poziom inflacji w długim horyzoncie czasowym należy traktować jako cechę tych funduszy, a nie determinantę wpływającą na ich stopy zwrotu.

### **3.4. Wielkość oszczędności**

Oszczędności można określić jako nieskonsumowaną część bieżącego dochodu, która zostanie wykorzystana w przyszłości. Innymi słowy, oszczędności to nadwyżka pieniężna wynikająca z przewagi dochodów nad wydatkami, która może być ulokowane w środki trwałe (wymiar rzeczowy oszczędności) oraz instrumenty finansowe lub utrzymywane w gotówce (wymiar pieniężny). Z oszczędnościami wiąże się pojęcie oszczędzania, czyli proces rezygnowania z konsumpcji bieżącej na rzecz konsumpcji przyszłej i inwestowania nadwyżki pie-

---

<sup>15</sup> Indeks obejmujący stopy zwrotu z nabytych przez inwestorów instytucjonalnych nieruchomości komercyjnych.



nieżnej w aktywa generujące dochody, które mogą być konsumowane lub przeznaczone do dalszego powiększania majątku [Korenik 2003, s. 28].

Z punktu widzenia polskich funduszy nieruchomości uwaga w dalszej części rozdziału zostanie skupiona na oszczędnościach gospodarstw domowych w wymiarze pieniężnym. Rezygnacja z wymiaru rzeczowego oszczędności podyktowana jest nieoferowaniem przez badane fundusze nieruchomości możliwości wniesienia do funduszu posiadanych przez inwestorów nieruchomości<sup>16</sup>. Oszczędności podmiotów gospodarczych nie zostały uwzględnione z powodu tworzenia dla nich specjalistycznych funduszy nieruchomości, które są poza zakresem rozprawy.

Jedną z najważniejszych teorii dotyczących podziału dochodów gospodarstw domowych na konsumpcję i oszczędności jest teoria preferencji płynności Keynesa (1936), zgodnie z którą im wyższy poziom dochodu, tym wyższy poziom oszczędności. Podaż pieniądza kształtowana jest przez politykę banku centralnego, a o popycie na pieniądź decydują trzy motywy: transakcyjny, ostrożnościowy i spekulacyjny. Motyw transakcyjny związany jest z zawieraniem codziennych transakcji, których poziom określa część popytu na pieniądź. Inna część popytu wynika z przechowywania przez gospodarstwa domowe pieniędzy na nieprzewidziane wypadki. Trzeci motyw – spekulacyjny, wynika z funkcji pieniądza jako środka przechowywania wartości.

Odmienne podejście do oszczędzania przedstawili w swoich teoriach Modigliani i Brumberg (1954; hipoteza cyklu życia) oraz Friedman (1957; hipoteza permanentnego dochodu). Podstawą hipotezy cyklu życia Modiglianiego jest racjonalność jednostek i dążenie do utrzymania konsumpcji na tym samym poziomie przez całe życie. Celem gromadzenia oszczędności w okresie aktywności zawodowej jest zabezpieczenie środków na konsumpcję w okresie emerytury. Friedman, podobnie jak Modigliani, przyjął założenie o racjonalności decyzji członków gospodarstw domowych i istnienie doskonałych rynków kapitałowych. Według Friedmana dochód składa się z części stałej (permanentnej) i części nieoczekiwanej (tymczasowej). Kluczowym czynnikiem wpływającym na stopę oszczędności<sup>17</sup> jest obecna i przyszła konsumpcja.

Obydwie hipotezy opierały się na racjonalności decyzji jednostek oraz obejmowały tylko wpływ czynników demograficznych na poziom oszczędności i nie pasowały do rzeczywistości. Stały się za to punktem wyjścia dla innych badaczy. Przełomem w modelach teorii

---

<sup>16</sup> Taką możliwość oferują prywatne i specjalistyczne fundusze nieruchomości działające m.in. we Francji, Niemczech, USA, Wielkiej Brytanii i Polsce.

<sup>17</sup> Przez stopę oszczędności rozumie się relację oszczędności do dochodu do dyspozycji brutto.

cyklu życia<sup>18</sup> były prace psychologów behawioralnych Kahnemana i Tversky'ego, które pozwoliły na połączenie teorii ekonomicznych z praktyką [Wójcik 2007, s. 57].

Kahneman i Tversky (1979) opracowali teorię perspektywy, która wyjaśnia, w jaki sposób jednostki przypisują subiektywne wartości obiektywnym wynikom dokonywanych przez nich wyborów. Wartość danej alternatywy postrzegany jest przez jednostkę przez pryzmat zysków i strat w odniesieniu do punktu referencyjnego, a nie z punktu widzenia stanów finalnych. Kahneman i Tversky wykazali także, że decydenci wykazują awersję do ryzyka w obszarze zysków, przejawiają skłonność do ryzyka w obszarze strat oraz nie lubią strat dużo bardziej niż pożądamy zysków [Szyszka 2009, s. 55-60]. W 1988 r. Shefrin i Thaler [1988] przedstawili behawioralną hipotezę cyklu życia, której podstawą są racjonalne i nieracjonalne zachowania jednostek. Jednym z kluczowych założeń tej teorii jest podział majątku jednostki na bieżące dochody (pomniejszone o stopę oszczędności na emeryturę), bieżący majątek (oszczędności nieprzeznaczone na emeryturę) i przyszłe dochody (oraz oszczędności przeznaczone na emeryturę). Każde konto ma inną krańcową skłonność do konsumpcji – bliską jedności charakteryzuje konsumpcja bieżących dochodów, bliską zera konsumpcja przyszłych dochodów.

Z przedstawionych teorii wynika, że gospodarstwa domowe dokonują podziału swoich dochodów na oszczędności i konsumpcję z dwóch powodów. Pierwszy z nich to motyw transakcyjny – wynika z potrzeby utrzymywania pieniądza w postaci płynnej w celu regulowania zobowiązań oraz braku synchronizacji między wpływami i wydatkami [Korenik 2003, s. 28]. Drugi – motyw przezornościowy – chęć (potrzeba) zgromadzenia środków na okres bezczynności zawodowej. Motywy oszczędzania wynikają także z:

- celowości (gromadzenie środków z przeznaczeniem ich na konkretny cel, np. zakup mieszkania),
- skąpstwa [Keynes 1985, s. 133],
- ostrożności (oszczędzanie na nieprzewidziane wydarzenia, np. choroby),
- chęci pozostawienia spadku,
- potrzeby niezależności,
- przewidywań zmian cen aktywów w niedalekiej przyszłości (motyw spekulacyjny).

---

<sup>18</sup> Określenie stosowane do przedstawionych hipotez i teorii nawiązujących do nich, m.in. teoria niepewności, motyw przezorności. Omówienie tych teorii zawarte jest w opracowaniu Bańbuły [2006].

Na motyw i cele oszczędzania wpływ mają czynniki, które można podzielić zgodnie z ich charakterem na: ekonomiczne, fiskalne, społeczno-demograficzne, kulturowe i psychologiczne.

Wśród głównych czynników wpływających na wysokość oszczędności wskazuje się:

- politykę państwa związaną z pozyskiwaniem źródeł finansowania gospodarki, czyli mobilizowaniem oszczędności krajowych gospodarstw domowych jako najtańszego źródła kapitału,
- zachęcanie przez państwo do oszczędzania na poczet przyszłych emerytur [Wójcik 2007, s. 58],
- poziom rozporządzalnego dochodu,
- dostępność kredytów – im dostępnejsze są kredyty udzielane na preferencyjnych warunkach, tym słabsze są motyw do oszczędzania [Nowak i Ryć 2002, s. 29],
- aktualną i przewidywalną stopę bezrobocia – gospodarstwa domowe dotknięte bezrobociem konsumują oszczędności, a gospodarstwa narażone na ryzyko bezrobocia cechuje wyższa skłonność do oszczędzania w warunkach wzrostu bezrobocia w celu utrzymania poziomu wydatków na niezmiennym poziomie [Machowicz 2000, s. 74],
- czynniki społeczno-demograficzne, w szczególności struktura gospodarstw domowych, faza życia w której znajdują się członkowie gospodarstwa domowego, [Rytelewska i Kłopocka 2010, s. 59], wykształcenie, miejsce zamieszkania,
- kulturę oszczędzania – w tym postrzeganie określonych rodzajów aktywów jako tradycyjnych metod inwestowania nadwyżek pieniężnych,
- czynniki psychologiczne, takie jak moda, naśladownictwo, przekonania, postrzeganie własnej sytuacji majątkowej teraz i w przyszłości, zaufanie do instytucji finansowych.

W tabeli 19. przedstawiono średnioroczne wartości dochodu do dyspozycji, oszczędności brutto, PKB *per capita* i średnioroczny udział funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych oraz zmiany WAN funduszy inwestycyjnych i nieruchomości (2012 r. w stosunku do 2004 r.). Na podstawie tych danych można zauważyć, że zmiana dochodu do dyspozycji, stopa oszczędności i poziom zamożności (mierzony jako PKB *per capita*) oddziałują na rynki funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy nieruchomości, w różnym stopniu oraz ich wpływ zależny jest od innych czynników ekonomicznych i pozaekonomicznych.

**Tabela 19. Dochód do dyspozycji, wielkość oszczędności brutto i PKB *per capita* w latach 2004-2012 oraz zmiana WAN funduszy inwestycyjnych i funduszy nieruchomości (2012 r. w stosunku do 2004 r.)**

Kraj	Średnioroczny dochód do dyspozycji (%)	Średnioroczne oszczędności brutto (% dochodu do dyspozycji)	Średnioroczny PKB <i>per capita</i> (USD)	Średnioroczny udział funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych (%)	Zmiana WAN funduszy inwestycyjnych (mln USD)	Zmiana WAN funduszy nieruchomości (mln USD)
Austria	1,2	9,6	35 132	9,5	41 955	3 874
Belgia	0,9	10,6	32 810	14,1	-10 486	3 278
Czechy	2,2	5,4	22 873	5,9	1 186	121
Francja	1,2	11,8	29 853	8,3	474 336	53 081
Grecja	-3,3	-5,4 <sup>1</sup>	24 756	4,0	-36 085	2 310
Hiszpania	0,7	6,3	27 506	9,4	-125 110	-420
Holandia	-0,1	5,6	36 506	2,9	-25 658	-5 137
Niemcy	0,7	10,8	32 734	9,9	545 140	-10 446
Polska	2,6	4,2	15 716	6,7	34 647	763
Portugalia	0,2	1,7	21 635	5,8	-10 149	5 498
Szwajcaria	2,3	10,9	38 151	9,7	284 890	6 315
USA	2,0	4,8	44 255	10,4	4 938 281	272 106
Węgry	-0,4	4,8	17 178	7,7	9 518	886
Wielka Brytania	1,1	-0,3	33 428	3,4	636 653	15 767
Włochy	-0,8	7,5	27 947	8,6	-285 869	48 071

<sup>1</sup> dane za 2005-2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA; OECD [2013]; NAREIT.

W okresie 2004-2012 największą zmianę (zwiększenie) wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych wykazują USA, Wielka Brytania i Niemcy. Największy spadek dotyczy Włoch, Hiszpanii i Grecji. Z kolei największy wzrost aktywów netto funduszy nieruchomości był w USA, Francji i Włoszech. W przypadku trzech państw (Hiszpania, Holandia i Niemcy) aktywa netto na koniec 2012 r. były niższe niż w 2004 r.

Uwzględniając relacje średniorocznego dochodu do dyspozycji i wielkość aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych nie można wyciągnąć jednoznacznych wniosków. Najwyższy średni dochód do dyspozycji w okresie 2004-2012 był w Polsce, ale zmiana wartości aktywów funduszy inwestycyjnych wskazuje na środek listy (zmiana wartości aktywów funduszy nieruchomości plasuje Polskę prawie na końcu listy krajów europejskich). Na podstawie relacji średnich oszczędności brutto i wielkości aktywów funduszy inwestycyjnych można postawić tezę, że im wyższy odsetek dochodu do dyspozycji, tym większe aktywa

zgrupowane są w funduszach inwestycyjnych, co potwierdzają wysokie wartości udziału funduszy inwestycyjnych w aktywach gospodarstw domowych i wartość aktywów netto *per capita*. W przypadku funduszy nieruchomości taka zależność nie występuje. Z krajów, które mają najwyższy poziom PKB *per capita* (Szwajcaria, Holandia, Austria, Wielka Brytania i Belgia), najmniej rozwinięty rynek funduszy inwestycyjnych jest w Holandii. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w Holandii wartość aktywów funduszy nieruchomości *per capita* porównywalna jest do poziomu dla USA (odpowiednio 1124 i 1187 USD). W pozostałych krajach zarówno udział funduszy inwestycyjnych w aktywach gospodarstw domowych, jak i aktywa netto *per capita* mają wysokie wartości.

Tradycyjne formy oszczędzania, którymi są lokaty bankowe i obligacje państwowe, gwarantują inwestorom bezpieczeństwo i zapewniają zysk. Są jednocześnie najstarszymi i najbardziej rozpowszechnionymi sposobami oszczędzania. Zarówno OECD i Eurostat gromadzą informacje na temat sposobów lokowania nadwyżek pieniężnych przez gospodarstwa domowe w pięciu grupach instrumentów finansowych. Są to: gotówka i depozyty bankowe, ubezpieczenia i fundusze emerytalne, akcje, fundusze inwestycyjne oraz dłużne papiery wartościowe. W tabeli 20. przedstawiono strukturę oszczędności gospodarstw domowych z krajów europejskich i USA na koniec 2012 r. oraz różnicę między 2012 r. i 2004 r.

**Tabela 20. Informacje o sposobach lokowania nadwyżek pieniężnych przez gospodarstwa domowe w krajach europejskich i USA (%)**

Kraj	Gotówka i depozyty		Ubezpieczenia i fundusze emerytalne		Akcje		Fundusze inwestycyjne		Dłużne papiery wartościowe	
	2012	zmiana 2004-2012	2012	zmiana 2004-2012	2012	zmiana 2004-2012	2012	zmiana 2004-2012	2012	zmiana 2004-2012
Austria	45	-5	19	0	16	3	9	-1	9	2
Belgia	32	4	25	6	22	0	11	-5	10	-3
Czechy	56	3	14	3	18	-10	4	-2	2	2
Francja	30	-3	37	4	17	-1	7	-3	2	0
Hiszpania	48	9	15	0	24	-4	6	-7	3	1
Holandia	22	0	50	5	11	-5	2	0	2	-1
Niemcy	41	4	36	5	9	-2	9	-3	5	-3
Polska	46	6	28	11	18	-16	6	2	1	-1
Portugalia	39	3	16	0	23	0	3	-5	7	1
Portugalia	39	3	16	0	23	0	3	-5	7	1
Szwajcaria	32	5	42	-1	11	-2	9	-1	3	-5
USA	14*	2	27*	0	32*	-4	11	1	10*	1
Węgry	38	-1	11	-4	31	3	8	4	8	0
Mediana (bez Grecji i USA)	38	3	25	4	18	-2	7	-2	3	-1

\* dane za 2011 r.

W obliczeniu median nie zostały uwzględnione wartości dla Grecji z powodu wypaczenia ich przez trudną sytuację makroekonomiczną tego kraju. Uzupełnienie do 100% stanowią inne instrumenty finansowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD i Eurostat.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 20. największy udział w oszczędnościach europejskich gospodarstw domowych stanowi gotówka i depozyty bankowe (przeciętna wartość 38%). Najwięcej środków w ten instrument finansowy ulokowały na koniec 2012 r. gospodarstwa domowe z Grecji (73%). Porównując wartość z 2012 r. do 2004 r. uzyskuje się aż 22% wzrost, co wynika z reakcji gospodarstw domowych na niestabilną sytuacją tego kraju od 2008 r.<sup>19</sup>. Wysoki udział gotówki i depozytów bankowych w oszczędnościach gospodarstw domowych jest także w Czechach (56%), Hiszpanii (48%), Polsce (46%) i Austrii (45%). Najniższy udział w USA (15%) i Holandii (23%). Najwyższe zmiany można zaobserwować w Hiszpanii (9%), Włoszech (7%) i Polsce (6%). Tylko w przypadku trzech krajów zanotowano zmniejszenie udziałów – Austria (5%), Francja (3%) i Węgry (1%). Wysoki udział bankowych instrumentów finansowych występuje w krajach, których systemy bankowe oparte są na bankowości z modelu kontynentalnego (Niemcy i Austria) oraz tych, których systemy bankowe wywodzą się z tego modelu (m.in. Hiszpania, Polska, Czechy). Niskie wartości są

<sup>19</sup> Z tego powodu z dalszych analiz Grecja została wykluczona.

w krajach, których systemy bankowe związane są z modelem anglosaskim (USA, Wielka Brytania, Holandia).

Drugą pozycję pod względem przeciętnego udziału w aktywach finansowych gospodarstw domowych zajmują ubezpieczenia i fundusze emerytalne (mediana 25%). Najwyższy udział (55%, wzrost o 4%) występuje w Wielkiej Brytanii (co nie jest zaskoczeniem, jeżeli weźmiemy pod uwagę bardzo silną i stabilną pozycję instytucji ubezpieczeniowych w tym kraju). Na drugim miejscu jest Holandia, gdzie połowa wszystkich aktywów gospodarstw domowych jest powierzona tym instytucjom finansowym. Najniższy udział występuje na Węgrzech (11%, spadek 4%) i w Czechach (14%, wzrost 3%). W dwóch krajach – Węgry i Szwajcaria – aktywa zgromadzone w ubezpieczeniach i funduszach emerytalnych były niższe w 2012 r. niż na koniec 2004 r. (odpowiednio spadek o 4% i 1%). W przypadku Węgier na spadek aktywów niewątpliwie wpływ miała częściowa nacjonalizacja OFE.

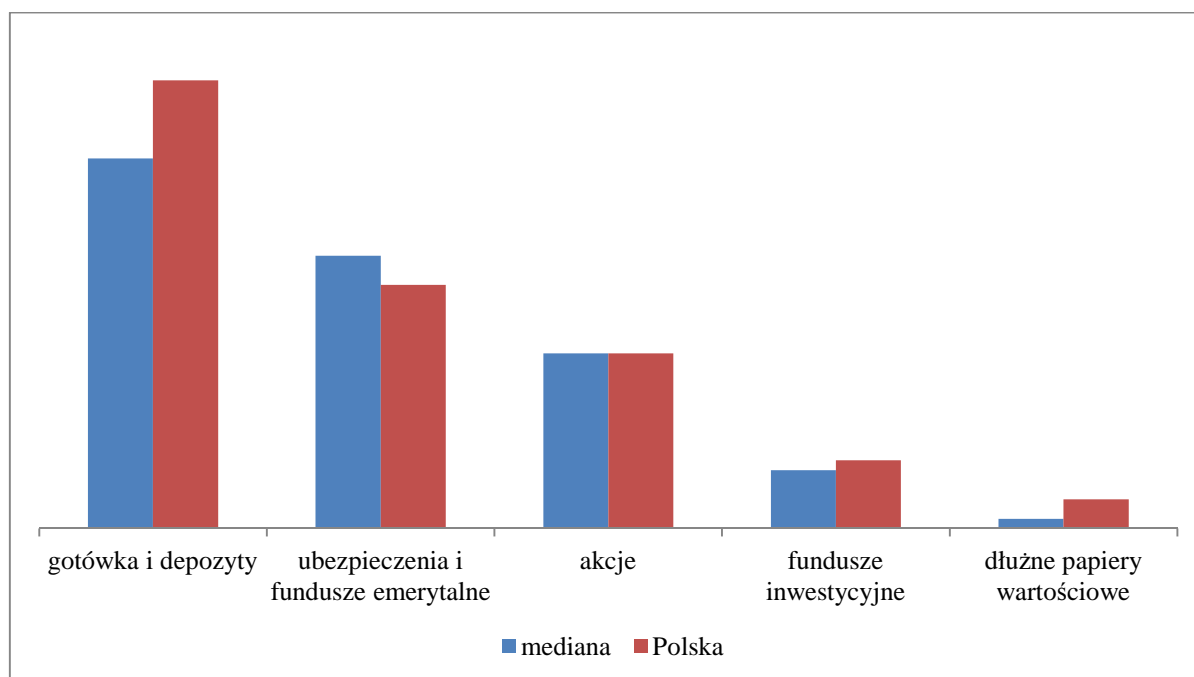
Nieznacznie niższą przeciętną wysokość aktywów ulokowane były w akcje (18%). Najwyższe wartości występują w USA, Węgrzech, Hiszpanii, Portugalii, Belgii i Włoszech (od 20% do 32%). W większości krajów udział akcji w oszczędnościach gospodarstw domowych był niższy na koniec 2012 r. niż w grudniu 2004 r. (najwyższy spadek wystąpił w Polsce – 16% i Czechach – 10%). Wzrost zaobserwować można tylko na Węgrzech i w Austrii (po 3%). Z kolei w Portugalii i Belgii nie zanotowano zmiany w wysokości udziałów.

Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach gospodarstw domowych waha się od 2% do 11%. Najwyższe wartości są w USA i Belgii (po 11%) i najniższe w Holandii i Wielkiej Brytanii (po 2%). Wartość dla Polski (6%) jest nieznacznie niższa niż przeciętna wartość dla badanych krajów, która wynosi 7%. Podobnie jak w przypadku akcji, udział funduszy inwestycyjnych w grudniu 2012 r. w porównaniu do końca 2004 r. zmniejszył się w większości krajów. Najwyższy spadek był w Hiszpanii (7%) oraz Belgii, Włoszech i Portugalii (po 5%). Na Węgrzech fundusze inwestycyjne zwiększyły udział w aktywach gospodarstw domowych aż o 4%.

Natomiast przeciętna wartość ulokowanych aktywów gospodarstw domowych w dłużnych papierach wartościowych zbliżona jest do wartości dla funduszy inwestycyjnych i wynosi 6%. Dłużne papiery wartościowe cieszą się „największym zaufaniem” inwestorów we Włoszech (19%), Belgii i USA (po 10%). Najniższym – Polsce (1%) i Wielkiej Brytanii (1%).

Porównując średnią strukturę oszczędności polskich gospodarstw domowych z oszczędnościami krajów europejskich można zauważyć niewielkie różnice. Polskie gospodarstwa domowe znacznie więcej środków lokują w gotówkę i depozyty bankowe oraz dłużne

papiery wartościowe niż europejskie gospodarstwa; nieznacznie mniej – w ubezpieczenia i fundusze emerytalne. Udział akcji w aktywach finansowych gospodarstw jest na tym samym poziomie zarówno w Polsce, jak i w krajach europejskich. Zaskakującym rezultatem jest wyższy udział funduszy inwestycyjnych w Polsce niż przeciętnie w Europie.



**Wykres 21. Polskie oszczędności gospodarstw domowych na tle oszczędności krajów europejskich (grudzień 2012 r.)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD.

Niewątpliwie poziom zamożności społeczeństwa i wysoka skłonność do oszczędzania wspomagają rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych [Borowski 2011, s. 167], w szczególności funduszy inwestycyjnych otwartych. Zdaniem autora największy wpływ na wielkość oszczędności kierowanych do funduszy nieruchomości ma kultura oszczędzania i związane z tym sposoby alokowania nadwyżek pieniężnych w różne instrumenty finansowe<sup>20</sup>. Fundusze nieruchomości dostępne są na niektórych rynkach finansowych (Niemcy, Francja, USA) od dziesięcioleci, przez co postrzegane są przez gospodarstwa domowe jako tradycyjne sposoby lokowania nadwyżek pieniężnych. Dodatkową stymulantą inwestowania w fundusze nieruchomości są bodźce podatkowe lub emerytalne, np. we Francji inwestowanie w fundusze nieruchomości związane jest z korzyściami podatkowymi, a w Niemczech ta kla-

<sup>20</sup> Ten aspekt przedstawiony jest w rozdziale 4.5. Szerzej o determinantach oszczędzania przez polskie gospodarstwa domowe m.in. w Wójcik [2007], Kulpaka [2008], Fatuła [2009] i Rytelska i Kłopotcka [2010].



sa aktywów wspomaga system emerytalny i odpowiada polskiemu III filarowi. W krajach z rozwijającymi się rynkami funduszy inwestycyjnych inwestorzy indywidualni lokują środki w fundusze nieruchomości m.in. z chęci dywersyfikacji swoich inwestycji, mody na te instrumenty finansowe, przekonania o ochronie kapitału przed inflacją.

### **3.5. Poziom rozwoju i cykle na rynku nieruchomości**

W literaturze stosuje się różne kryteria podziału rynku nieruchomości, m.in. funkcja pełniona przez nieruchomość, zasięg przestrzenny, cena, jakość. Najczęściej stosowanym podziałem wykorzystywanym przez zarządzających funduszami nieruchomości jest klasyfikacja oparta na funkcji pełnionej przez obiekty, która wyróżnia nieruchomości mieszkalne, komercyjne (biurowe, handlowe, usługowe, logistyczne), przemysłowe (w tym magazynowe), leśne, rolne i specjalnego przeznaczenia. Celem tego podziału jest poinformowanie potencjalnych inwestorów o głównych założeniach strategii inwestycyjnej funduszy nieruchomości.

Podejście przedmiotowe do podziału nieruchomości przedstawia także Gawron [2006, s. 10-11], który rozróżnia nieruchomości dochodowe i niedochodowe. Do pierwszej grupy zalicza obiekty, które zapewniają dochody czynszowe i są to głównie nieruchomości komercyjne i mieszkalne przeznaczone na wynajem. Druga grupa, nieruchomości niedochodowe, to obiekty niegenerujące dochodów, takie jak szkoły i inne budynki użyteczności publicznej, mieszkania przeznaczone na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych. Przedstawiony podział ma znaczenie dla zarządzających funduszami nieruchomości ze względu na stosowane przez nich strategie inwestycyjne, które oparte są na dochodowych nieruchomościach.

Ball, Lizieri i MacGregor [za: Kucharska-Stasiak 2006, s. 41-42] wykorzystując kryterium zróżnicowanej struktury przedmiotowej i podmiotowej dzielą rynek nieruchomości na cztery podryniki:

- użytkowników – wynajmujący i właściciele nieruchomości, którzy użytkują posiadane obiekty dla własnych celów lub wynajmu; fundusze nieruchomości funkcjonują na tym podryniku jako właściciele powierzchni do wynajmu lub sprzedaży,
- aktywów finansowych – postrzeganie przez właścicieli posiadanych obiektów jako źródła dochodów i długoterminowej inwestycji,
- działań deweloperskich – tworzenie nowej powierzchni w celu późniejszej jej sprzedaży (może zaistnieć także sytuacja długoterminowego wynajmowania powierzchni przed ostateczną sprzedażą),
- gruntów.

Trzy pierwsze z nich związane są z istniejącym zasobem, a ostatni tworzy strumień nowych powierzchni, powiększający zasób.

W celu pokazania wpływu rynku nieruchomości na stopy zwrotu funduszy nieruchomości wykorzystane zostanie zaproponowane przez Bryxa [2006, s. 88] systemowe podejście do tego rynku. Działania podmiotów na rynku nieruchomości można zestawić w cztery grupy (podsystemy):

- obrót nieruchomościami – przenoszenie praw własności do nieruchomości między uczestnikami rynku,
- zarządzanie nieruchomościami – zarządzanie i administracja obiektami, której celem jest utrzymanie lub wzrost wartości nieruchomości,
- inwestowanie w nieruchomości – postrzeganie nieruchomości jako inwestycji i źródła przychodów,
- finansowanie nieruchomości – pozyskiwanie kapitałów do finansowania transakcji na rynku nieruchomości.

Ze względu na temat dysertacji i przedstawienie zasad inwestowania funduszy nieruchomości w rozdziale pierwszym (w tym pokazanie nieruchomości jako instrumentu finansowego, który przynosi bieżący i przyszły dochód) uwaga zostanie skupiona tylko na podsystemie finansowanie nieruchomości.

Finansowanie nieruchomości jest jednym z ważniejszych czynników wpływających na rozwój rynku nieruchomości. Brak źródeł finansowania ogranicza popyt, co powoduje utrzymywanie się cen na relatywnie niskim poziomie [Kucharska-Stasiak 2006, s. 186]. Brak kapitałów i niskie ceny powodują niską aktywność działalności deweloperskiej, co w konsekwencji hamuje rozwój rynku nieruchomości.

Poziom rozwoju rynków finansowych, a tym samym sposobów i narzędzi do transferu kapitałów i ryzyka, wpływa na techniki i metody finansowania rynku nieruchomości. Wśród technik finansowania wyróżnia się m.in.:

- finansowanie poprzez kapitał własny, pochodzący z zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwie i amortyzacji,
- finansowanie poprzez kapitał pochodzący z emisji akcji, obligacji i komercyjnych papierów wartościowych,
- finansowanie poprzez kredyty i pożyczki,
- finansowanie ze środków państwa i jednostek samorządu terytorialnego,
- leasing nieruchomości,

- finansowanie poprzez emisję listów zastawnych,
- finansowanie poprzez emisję papierów wartościowych, których zabezpieczeniem są wierzytelności hipoteczne (*mortgage backed securities*).

Dominującym źródłem kapitałów zarówno dla osób fizycznych i przedsiębiorstw są kredyty, udzielane przez banki uniwersalne i hipoteczne. O wyborze źródła finansowania w przypadku przedsiębiorstw decydują krajowe ordynacje podatkowe (w szczególności możliwość odliczenia odsetek i opłat okołokredytowych od przychodu), podejścia banków do kredytowania branż związanych z rynkiem nieruchomości oraz dostępne techniki i metody finansowania, które są połączone z poziomem rozwoju rynku finansowego.

Na rozwiniętych rynkach nieruchomości fundusze inwestycyjne w znacznej mierze finansują projekty deweloperskie i inwestycyjne. Finansowanie to ma charakter bezpośredni i pośredni. Pierwsze polega na finansowaniu działań deweloperskich i inwestycyjnych funduszy nieruchomości ze środków własnych i kredytów bankowych. Drugie na finansowaniu innych podmiotów przez fundusze nieruchomości, co odbywa się poprzez m.in.:

- inwestowanie w listy zastawne i papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami hipotecznymi,
- leasingowanie nieruchomości,
- udzielanie pożyczek przedsiębiorstwom związanym z rynkiem nieruchomości,
- zakup akcji i komercyjnych papierów wartościowych firm związanych z rynkiem nieruchomości.

Wybór sposobu finansowania zależy od przyjętej przez zarządzających strategii inwestycyjnej, sytuacji makroekonomicznej, poziomu popytu i podaży, cen nieruchomości i regulacji prawnych.

Szelągowska [2011, 2012] zwraca uwagę na możliwość wykorzystania funduszy inwestycyjnych zamkniętych do finansowania mieszkalnictwa czynszowego. W procesie finansowania budowy mieszkań czynszowych wyemitowane certyfikaty inwestycyjne przez fundusze nieruchomości mogą nabywać inwestorzy instytucjonalni oraz inwestorzy indywidualni, w szczególności najemcy zainteresowani nabyciem na własność wynajmowanego lokalu w przyszłości. FIZ jest partnerem finansowym, a jednostka samorządu terytorialnego głównym partnerem, który wnosi aportem (za certyfikaty inwestycyjne) działki pod budowę nieruchomości przeznaczonej na wynajem.

Charakterystyczne cechy nieruchomości, takie jak stałość w miejscu i długi okres użytkowania, powodują zakłócenia mechanizmu rynkowego. Dodatkowo są one wzmocnione

poprzez małą elastyczność cenową popytu, interwencjonizm państwa [Bryx 2006, s. 45-49], naturalną sztywność podaży i popytu w krótkim okresie oraz długoterminowym charakterem działań deweloperskich. Powoduje to, że rynek nieruchomości wykazuje cykliczny charakter.

W literaturze przedstawia się cztery typy cykli, które mają odniesienie do całego rynku nieruchomości i jego poszczególnych systemów:

- cykl 4-5 letni (cykl koniunkturalny, popytowy) – wynika ze zmian po stronie popytu i wpływa na wysokość czynszów, ceny nieruchomości i działalność deweloperską,
- cykl 9-10 letni – wynika ze zmian po stronie podaży; na rynku działalności deweloperskiej powoduje co drugi cykl popytowy znaczącą przewagę podaży nad popytem,
- cykl 20-30 letni – cykl związany z cyklem na rynku gruntów, który osiąga szczyt co 18 lat; związany jest z długimi spekulacyjnymi okresami wysokiej koniunktury w budownictwie,
- cykl 50 letni – wiązany ze zmianami technologicznymi i innowacyjnością [Kucharska-Stasiak 2006, s. 105].

Ze względu na silne powiązanie dwóch pierwszych cykli z cyklem koniunkturalnym oraz występowaniem ich także w różnych segmentach rynku nieruchomości zarządzający funduszami inwestycyjnymi mogą przewidzieć ich wpływ na prowadzoną działalność.

Inną charakterystyczną cechą rynku nieruchomości jest powiązanie z cyklem koniunkturalnym gospodarki. W fazie ożywienia gospodarczego na skutek niskich stóp procentowych i wysokiej dostępności kredytów następuje poprawa koniunktury w gospodarce, co skutkuje wzrostem zatrudnienia, płac i nastrojów przedsiębiorców. Zauważalny jest wzrost popytu na powierzchnie, zmniejszanie pustostanów i wzrost czynszów. Czynniki te wpływają na poprawę nastrojów deweloperów, którzy rozpoczynają nowe inwestycje [Kucharska-Stasiak 2006, s. 106]. Fundusze nieruchomości mogą udzielać pożyczek deweloperom i wybierać atrakcyjne projekty deweloperskie do współprowadzenia.

Wysoka aktywność gospodarcza powoduje przejście w drugą fazę cyklu koniunkturalnego – hossę. Stawki czynszów nadal rosną, podaż nadąża za popytem, a nawet zaczyna go przekraczać. Fundusze nieruchomości mają okazje do sprzedania nieruchomości, które przynoszą za niskie dochody. Pod koniec hossy dostępna powierzchnia przekracza popyt. Zaczynają pojawiać się pustostany, co wynika z wystawiania na rynek powierzchni z inwestycji rozpoczętych w poprzedniej fazie. Następuje wzrost oprocentowania, zaostrzenie polityki kredytowej banków i wzrost ceny kapitału na rynku finansowym [Mazurczak 2011, s. 40]. Fundusze nieruchomości mogą być źródłem finansowania dla podmiotów, które nie mogą

uzyskać kredytów bankowych. Gospodarka zaczyna hamować i przechodzi w fazę spowolnienia. Aktywność gospodarcza maleje, co przekłada się na wzrost bezrobocia, spadek cen nieruchomości, stawek czynszów i popytu na nieruchomości. Podaż przekracza popyt (nadal oddawana jest nowa powierzchnia), co powoduje dalszy wzrost pustostanów.

W ostatniej fazie, recesji, brak źródeł finansowania (restrykcje kredytowe, wysokie ryzyko niewypłacalności inwestorów) powoduje wstrzymanie działalności deweloperskiej [Augustyniak i in. 2012, s. 3]. Poziom pustostanów osiąga ponadprzeciętne wartości, co wynika z oddawania do użytku powierzchni z kończonych projektów deweloperskich. Stawki czynszów stabilizują się. Spadek wartości nieruchomości fundusze nieruchomości wykorzystują do zakupu obiektów po zaniżonych cenach.

Wpływ poziomu rozwoju rynku nieruchomości na stopy zwrotu funduszy nieruchomości jest zauważalny, ale nie jest to oddziaływanie bezpośrednie. Wybór nieruchomości, w które inwestują fundusze wynika z wielu czynników. Obok regulacji prawnych ważna jest ogólna sytuacja makroekonomiczna i faza, w której znajduje się rynek nieruchomości. Jak pokazują badania zagranicznych funduszy nieruchomości na osiągnięte stopy zwrotu większy wpływ mają pojedyncze obiekty wchodzące w skład portfeli inwestycyjnych niż panująca sytuacja na określonych sektorach rynku nieruchomości.

\* \* \*

Reasumując, wpływ determinant o charakterze makroekonomicznym na rynki funduszy nieruchomości występuje i jest istotny. Bezpośrednie oddziaływanie ma miejsce w przypadku wzrostu gospodarczego. Fundusze nieruchomości reagują na zmiany sytuacji ogólnogospodarczej podobnie, jak inne podmioty gospodarcze, co związane jest z realizowanymi przez nie strategiami inwestycyjnymi, które w większości przypadków oparte są na lokowaniu środków w obiekty o różnym przeznaczeniu i czerpaniu z ich najmu korzyści finansowych.

Inne determinanty makroekonomiczne, takie jak poziom rozwoju systemu finansowego, poziom inflacji i poziom rozwoju rynku nieruchomości, wykazują raczej pośredni wpływ na działalność funduszy nieruchomości.

Oddziaływanie poziomu rozwoju rynku finansowego może wpływać na rynki funduszy nieruchomości zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio. Sposób oddziaływania uzależniony jest w dużej mierze od strategii inwestycyjnych realizowanych przez fundusze nieruchomości. Bezpośrednie oddziaływanie zauważalne jest w przypadku krajów, gdzie fundusze nieruchomości powiązane są z rynkiem kapitałowym. Natomiast pośredni dla krajów, gdzie

fundusze nieruchomości związane są bezpośrednio z rynkiem nieruchomości. Niezależnie od powyższego, poziom rozwoju systemu finansowego wspomaga powstanie i rozwój rynków funduszy nieruchomości.

Jak wspomniano wcześniej poziom inflacji nie jest bezpośrednią determinantą, która wpływa na rynki funduszy nieruchomości. Ale nie można jej ignorować. Poziom inflacji uwzględniany jest przez zarządzających w umowach najmu posiadanej powierzchni do zabezpieczenia wartości przyszłych przychodów. Jak również, poziom inflacji służy inwestorom do oceny wyników inwestycyjnych funduszy nieruchomości.

Ciekawe wnioski wynikają z analizy zależności między poziomem rozwoju rynku nieruchomości i funduszami nieruchomościowymi. Spodziewano się istnienia silnej więzi między tymi rynkami. Na podstawie rezultatów badań różnych rynków (rozwinętych i rozwijających się) można stwierdzić, że relacja istnieje, ale ma charakter pośredni. Większy wpływ na wyniki inwestycyjne funduszy nieruchomości mają pojedyncze inwestycje niż panująca sytuacja na rynku nieruchomości.

Celem niniejszego rozdziału było scharakteryzowanie determinant makroekonomicznych, które wpływają na rynki funduszy nieruchomości. W kolejnym rozdziale będą przedstawione determinanty mikroekonomiczne.

## Rozdział 4

### Determinanty mikroekonomiczne stóp zwrotu funduszy nieruchomości

Spośród determinant mikroekonomicznych szczególne miejsce zajmują cechy funduszy inwestycyjnych. Są to: realizowana strategia inwestycyjna, historyczne stopy zwrotu, wysokość opłat, czas funkcjonowania i WAN. Istotną determinantą o charakterze mikroekonomicznym jest także konkurencyjność innych instrumentów finansowych.

Realizowane strategie inwestycyjne tworzą style inwestowania, które określają ogólne zasady funkcjonowania funduszy nieruchomości, w tym poziom ryzyka inwestycyjnego oraz poziom i sposób dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych. Przeszłe stopy zwrotu świadczą o umiejętnościach zarządzających i dochodowości wybranych polityk inwestycyjnych. Z kolei wysokość opłat, czas funkcjonowania i WAN wpływają na wysokość stóp zwrotu funduszy nieruchomości zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Ostatnia analizowana determinanta mikroekonomiczna (konkurencyjność funduszy nieruchomości) pozwala określić miejsce i znaczenie funduszy nieruchomości w systemach finansowych.

Podobnie jak w przypadku determinant makroekonomicznych celowo zostały pominięte fundusze REITs, które reagują na determinanty mikroekonomiczne w inny sposób niż otwarte i zamknięte fundusze nieruchomości (przede wszystkim poprzez funkcjonowanie jako spółki notowane na giełdzie i wypłacanie prawie całego zysku w postaci dywidend).

Fundusze nieruchomości wykazują zbliżoną wrażliwość na oddziaływanie determinant mikroekonomicznych jak tradycyjne fundusze inwestycyjne<sup>1</sup>. Z tego względu w dalszej części rozdziału determinanty mikroekonomiczne scharakteryzowane będą z poziomu tradycyjnych funduszy inwestycyjnych z zachowaniem różnic między tymi funduszami.

#### 4.1. Style inwestowania

Styl inwestowania jest to zbiór zasad i reguł dotyczących rozlokowania posiadanych środków pomiędzy wybrane klasy aktywów, które zostały wybrane w trakcie konstruowania portfela inwestycyjnego [Białous i Truszkowski 2009, s. 199-200]. Styl inwestowania funduszu inwestycyjnego wynika bezpośrednio z przyjętego przez zarządzających funduszem celu inwestycyjnego, który określa poziom ryzyka oraz wysokość oczekiwanych stóp zwrotu. O rozlokowaniu zgromadzonych środków pomiędzy różne klasy aktywów lub ulokowanie w jedną określoną klasę decyduje wybrana przez zarządzających strategia (polityka) inwestycyjna.

---

<sup>1</sup> Tradycyjne fundusze inwestycyjne oznaczają fundusze UCITs.

Podstawowe założenia polityki inwestycyjnej funduszu określają rodzaj instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela inwestycyjnego i ich maksymalny udział w nim, okres utrzymywania aktywów w portfelu, częstotliwość zmian składowych portfela [Perez 2012b, s. 283]. Strategie inwestycyjne funduszu nieruchomości zawierają dodatkowo informacje o geograficznym rozkładzie inwestycji, co jest szczególnie istotne przy inwestowaniu w nieruchomości oraz warunki korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania.

Podstawą podziału stylów inwestowania jest poziom ryzyka i oczekiwana stopa zwrotu, co pozwala zarządzającym funduszami na realizowanie różnych strategii inwestycyjnych. Ogólnie style inwestycyjne funduszy nieruchomości można podzielić na bezpieczny, klasyczny, agresywny i mieszany.

Pierwszy styl (bezpieczny) charakteryzuje się niskim poziomem ryzyka i niskimi stopami zwrotu. Obejmuje strategie inwestycyjne oparte na lokowaniu środków w papiery wartościowe związane z rynkiem nieruchomości – hipoteczne listy zastawne, obligacje hipoteczne (*mortgage-backed securities*). Jest to najrzadziej spotykany styl na rynku funduszy nieruchomości. Najczęściej stosowany jest przez amerykańskich zarządzających w hipotecznych REITs. W Europie przez zarządzających brytyjskimi funduszami nieruchomości.

Stylowi klasycznemu (aktywnemu) przypisuje się średni poziom ryzyka i średnie stopy zwrotu. Podstawą strategii inwestycyjnych zaliczanych do tego stylu jest kupowanie i sprzedaż nieruchomości, które przeważają w portfelu inwestycyjnym funduszu (np. większość polskich funduszy nieruchomości). Jest to najczęściej stosowany styl inwestycyjny, na co niewątpliwie wpływ ma duża swoboda w kształtowaniu polityki inwestycyjnej funduszu. Portfele inwestycyjne funduszy nieruchomości wykorzystujących ten styl można podzielić ze względu na tworzące je instrumenty finansowe na trzy grupy:

- stałą – aktywa związane z rynkiem nieruchomości; w skład wchodzi obiekty mieszkalne, komercyjne i inne,
- zmienną, związaną z rynkiem nieruchomości – płynne instrumenty finansowe związane z rynkiem nieruchomości, takie jak akcje firm deweloperskich,
- zmienną, niezwiązaną z rynkiem nieruchomości – płynne instrumenty finansowe niezwiązane z rynkiem nieruchomości, takie jak lokaty bankowe, obligacje państwowe.

Udział poszczególnych grup w całości aktywów funduszu zmienia się w czasie i zależy od sytuacji panującej na rynkach finansowych i etapu, w jakim znajduje się fundusz.

Cechą szczególną trzeciego stylu (agresywnego) jest lokowanie środków w akcje, jeden rodzaj nieruchomości czy nieruchomości obciążone wysokim ryzykiem inwestycyjnym



(m.in. kopalnie, SPA), co oznacza wysoki poziom ryzyka i wysokie stopy zwrotu (np. *equity REITs*). Jest to najbardziej zmienny ze wszystkich stylów i realizowany głównie przez prywatne i specjalistyczne fundusze. Portfele inwestycyjne funduszy stosujących ten styl tworzą te same aktywa co fundusze stosujących strategię klasyczną.

Ostatni styl – mieszany jest połączeniem różnych strategii [Trzebiński 2013a, s. 136]. Wyraża się niskim/średnim poziomem ryzyka i niskimi/średnimi stopami zwrotu.

W stylu klasycznym i agresywnym możliwe jest wskazanie kilku najczęściej stosowanych przez zarządzających strategii inwestycyjnych, które można sklasyfikować z wykorzystaniem poziomu ryzyka i wysokości stóp zwrotu oraz głównych składowych portfeli inwestycyjnych<sup>2</sup>. Zgodnie z tym podziałem:

- w ramach strategii bezpiecznej i klasycznej wyróżnia się fundusze:
  - *core funds* – niski/średni poziom ryzyka i stopy zwrotu; hipoteczne REITs oraz dobrze zdywersyfikowane fundusze, które nie korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania (choć mają możliwość do 30% WAN), inwestycje w wynajęte nieruchomości ze stabilnymi przepływami pieniężnymi,
  - *core-plus funds* – średni poziom ryzyka i stopy zwrotu; fundusze inwestujące w nieruchomości w dobrych lokalizacjach (niektóre mogą wymagać nakładów inwestycyjnych) oraz mieszane REITs,
  - *value-add funds* – średni/wysoki poziom ryzyka i stopy zwrotu; fundusze prowadzące działalność deweloperską i leasingującą nieruchomości, inwestycje w obiekty z zaniżonymi cenami sprzedaży,
- w ramach stylu agresywnego:
  - *opportunistic funds* – wysokie ryzyko i stopy zwrotu; fundusze zajmujące się repozycjonowaniem źle zarządzanych lub przestarzałych nieruchomości, kupujące firmy posiadające nieruchomości,
  - *distressed debt funds* – wysokie ryzyko i stopy zwrotu; fundusze udzielające ryzykownych pożyczek innym podmiotom, inwestycje w ryzykowne komercyjne *mortgage-backed securities* [Kuzmicki i Simunac 2008, s. 6].

Na nierealizowanie przez zarządzających stylu inwestycyjnego z deklarowanym, jako pierwszy zwrócił uwagę Sharpe [1992]. W swoich pionierskich badaniach przeprowadził on analizę stylów inwestowania (*fund style analysis*). Do określenia faktycznie realizowanego stylu przez zarządzających wykorzystał zwykłe stopy zwrotu funduszy i porównał je ze zwykłymi

---

<sup>2</sup> Pierwotnie podział ten stosowany był tylko do prywatnych amerykańskich funduszy REITs. Obecnie jest coraz powszechniej wykorzystywany do innych typów funduszy nieruchomości.

stopami zwrotu portfeli wzorcowych, które złożone były z dwunastu różnych klas aktywów. W tym celu wykorzystał wieloczynnikowy model:

$$R_i = \beta_{i1}F_{i1} + \beta_{i2}F_{i2} + \dots + \beta_{in}F_{in} + \varepsilon_i, \quad (3)$$

przy czym:

$$\sum_{i=1}^n \beta_{in} = 1 \text{ i } 0 \leq \beta_{1,\dots,in} \leq 1,$$

gdzie:

$R_i$  – zwykła stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego,

$F_{i1,\dots,n}$  – zwykła stopa zwrotu n-tego czynnika (klasy aktywów),

$\beta_{i1,\dots,in}$  – współczynnik wrażliwości stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego na zmiany stóp zwrotu n-tego czynnika,

$\varepsilon_i$  – składnik losowy.

Efektom szacowania powyższego modelu są współczynniki  $\beta$ , które określają udział poszczególnych klas aktywów w portfelu. Porównanie ich wartości do deklaracji zarządzających funduszami inwestycyjnymi pozwala stwierdzić prawidłowość klasyfikowania danego funduszu.

Sporym ograniczeniem wykorzystywania analizy stylu funduszy inwestycyjnych zaproponowanej przez Sharpe, i rozwijanej przez innych badaczy ([Brown i Goetzmann 1997; diBartolomeo i Witkowski 1997; Jin i Yang 2004; Kim, Shukla i Tomas 2000; Białous i Truszkowski 2009]), jest przyjmowanie do analizy portfeli wzorcowych, którymi są indeksy giełdowe. Uwzględniając specyfikę funduszy nieruchomości indeksy giełdowe należałoby zastąpić indeksami nieruchomości, ale tworzone są one w tylko w kilku krajach i nie została do tej pory sprawdzona poprawność modyfikacji modelu. Do określania stylu funduszy nieruchomości wykorzystuje się informacje podawane przez zarządzających i strukturę portfeli inwestycyjnych. Zdaniem autora zarządzający funduszami nieruchomości w stosunku do zarządzających funduszami innego typu wykazują dyscyplinę w realizowaniu deklarowanego stylu inwestowania, co wynika głównie ze specyfiki działalności tych funduszy. Fundusze nieruchomości, podobnie jak fundusze hedge realizują strategie inwestycyjne, które oparte są na wąskim segmencie rynku finansowego. Zdaniem Perez [2012b, s. 289] powoduje to, że w przypadku funduszy hedge nie występują odchylenia od deklarowanych polityk inwestycyjnych. Analogicznie należy przyjąć dla funduszy nieruchomości.

Strategie inwestycyjne są bezpośrednio związane z lokatami, od których zależy wzrost lub spadek aktywów netto funduszy. Badania zależności stóp zwrotu funduszy nieruchomości i stosowanej przez zarządzających strategii inwestycyjnej dotyczą amerykańskich funduszy (Miles i Esty [1982], Miles i McCue [1984], Fletcher [1993] oraz Gallo, Lockwood i Rodriguez [2000]). Podstawą tych badań było sprawdzenie, czy istnieje zależność między stopami zwrotu a poziomem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, zarówno pod względem przeznaczenia obiektów, jak i lokalizacji obiektów.

Miles i Esty [1982] postawili hipotezę, że na stopy zwrotu funduszy nieruchomości ma wpływ wielkość aktywów i okres funkcjonowania funduszy oraz rodzaj, wartość i lokalizacja nieruchomości, w które zainwestowali zarządzający. Na podstawie wartości stóp zwrotu funduszy nieruchomości z jednego roku (1979 r.) autorzy wyciągnęli następujące wnioski:

- stopy zwrotu są dodatnio skorelowane zarówno z wartością aktywów, jak i okresem funkcjonowania funduszy,
- stopy zwrotu są dodatnio skorelowane z funduszami, które inwestują w obiekty zlokalizowane w zachodniej części USA i ujemnie z położonymi w południowej części,
- stopy zwrotu są ujemnie skorelowane z nieruchomościami o wartości poniżej pięciu mln USD i dodatnio z obiektami o wartości powyżej pięciu mln USD,
- stopy zwrotu są ujemnie skorelowane w przypadku inwestowania w nieruchomości biurowe i handlowe oraz dodatnio skorelowane z inwestowaniem w obiekty przemysłowe,
- wielkość funduszu jest dodatnio skorelowana z wartością nieruchomości (powyżej pięciu mln USD).

Na wyniki przeprowadzonych badań wpływ miał nie tylko krótki okres badawczy (jeden rok), ale także uwzględnienie funduszy, które nie zakończyły budowy portfeli inwestycyjnych oraz dominująca pozycja dwóch funduszy.

Szersze podejście do określenia wpływu strategii inwestycyjnej na stopy zwrotu przedstawił kilka lat później Fletcher [1993]. Podobnie jak Miles i Esty, Fletcher skupił się na amerykańskich funduszach nieruchomości i ich cechach. Badaniem objął osiemnaście funduszy i ich stopy zwrotu z okresu 1983-1988. Wykorzystując regresję liniową i porównując cechy funduszy parami Fletcher stwierdził, że największy wpływ na wyniki inwestycyjne funduszy nieruchomości mają pojedyncze obiekty o bardzo wysokich cenach zakupu, co poparł argumentem o dużym zainteresowaniu inwestorów takimi obiektami oraz dywersyfikacją najemców, która pozwala na utrzymanie przychodów z najmu na stabilnym poziomie nawet

przy przejściowym braku części najemców. Badania Fletchera w części potwierdziły wnioski Milesa i Esty'ego – droższe nieruchomości (powyżej dziesięciu mln USD) przyniosły wyższe stopy zwrotu oraz dywersyfikacja obiektów pod względem przeznaczenia i lokalizacji generowała dodatkowe koszty przy niewielkim wzroście stóp zwrotu. Ujemnie skorelowane okazały się relacje stóp zwrotu i wartości aktywów, czasu funkcjonowania, ilość obiektów oraz wysokości opłat i prowizji.

Inne podejście do dywersyfikacji przedstawili Miles i McCue [1984] oraz Byrne i Lee [2003], którzy badali wpływ dywersyfikacji portfeli funduszy na poziom ryzyka. Miles i McCue [1984] opierając się na kwartalnych stopach zwrotu amerykańskich funduszy nieruchomości z lat 1973-1981 pokazali, że wyższe stopy zwrotu funduszy nieruchomości niż akcji można osiągnąć dywersyfikując portfel inwestycyjny funduszu albo ze względu na lokalizację nieruchomości, albo przeznaczenie obiektów. Byrne i Lee [2003] skupili się na angielskich funduszach nieruchomości funkcjonujących w okresie 1989-1999 i relacji dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych z poziomem ryzyka. Podzielili badane fundusze na pięć grup w zależności od wielkości aktywów netto i rozbili ryzyko na systematyczne i specyficzne. Na podstawie uzyskanych wyników badacze wykazali, że ryzyko systematyczne było prawie na tym samym poziomie dla wszystkich grup. Z kolei ryzyko specyficzne było najwyższe dla najmniejszych funduszy i najniższe dla największych funduszy.

Gallo, Lockwood i Rodriguez [2006] wykorzystując analizę stylu funduszy inwestycyjnych Sharpe'a badali wpływ dywersyfikacji geograficznej i sektorowej na stopy zwrotu otwartych i zamkniętych funduszy nieruchomości<sup>3</sup>. Wyniki badań nie pokazały, który rodzaj dywersyfikacji powoduje wyższe stopy zwrotu. Z kolei istotne okazały się decyzje zarządzających dotyczące pojedynczych nieruchomości.

Kurzrock, Gläsner i Wilke [2009] w przeprowadzanej analizie uwagę skupili na niemieckich funduszach nieruchomości. W badaniu wykorzystali m.in. typ funduszu (publiczny, specjalistyczny dedykowany jednemu inwestorowi i specjalistyczny skierowany do wielu inwestorów) oraz dywersyfikację geograficzną (Niemcy, Unia Europejska i świat). Najwyższe stopy zwrotu (wśród badanych typów) miały specjalistyczne fundusze skierowane do wielu inwestorów instytucjonalnych, niższe specjalistyczne dedykowane jednemu inwestorowi i publiczne. Uwzględniając lokalizację geograficzną obiektów, najbardziej dochodowe nieruchomości znajdowały się na terenie Niemiec, mniej dochodowe w Unii Europejskiej i przynoszące najniższy dochód w różnych rejonach świata. Uzyskane wyniki badacze uzasadnili

---

<sup>3</sup> Podobne badania przeprowadzili Gallo, Lockwood i Rutterford [2000] na próbie 65 amerykańskich REITs.

obowiązkiem utrzymywania wysokiej płynności przez publiczne fundusze<sup>4</sup> oraz dużym wpływem inwestora na zarządzających w przypadku specjalistycznych funduszy dedykowanych jednemu inwestorowi. Z kolei niższe stopy zwrotu wynikające z inwestycji w nieruchomości zlokalizowane poza Niemcami badacze wyjaśniają wysokimi kosztami procesów inwestycyjnych i różnicami kursowymi.

Ciekawe wnioski dotyczące czynników wpływających na poziom i rodzaj dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych funduszy nieruchomości wyciągnęli Imazeki i Gallimore [2009]. Autorzy skupili się na występowaniu zjawiska lokowaniu aktywów na rynku krajowym (*home bias*) i na rynkach zagranicznych (*foreign bias*). W analizie uwzględnili m.in. determinanty makroekonomiczne (PKB i PKB *per capita*, kapitalizację rynku nieruchomości określoną na podstawie *FTSE EPRA/BAREIT Global Real Estate Index*, transparentność rynku<sup>5</sup>) oraz mikroekonomiczne (średniomiesięczne stopy zwrotu, lokalizację geograficzną obiektów). Zgodnie z oczekiwaniami największy wpływ na decyzje zarządzających o lokowaniu środków na rynku krajowym ma transparentność rynku (im niższa transparentność zagranicznych rynków, tym większa alokacja aktywów w kraju). Z kolei sytuacja ogólnogospodarcza i poziom zamożności inwestorów zmniejsza efekt *home bias*, co badacze tłumaczą zależnością między poziomem bezpieczeństwa inwestycji (poprzez zwiększanie poziomu dywersyfikacji) i poziomem rozwoju gospodarczego<sup>6</sup>. Im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym większy poziom dywersyfikacji inwestycji i kierowanie aktywów na zagraniczne rynki. Autorzy zwracają uwagę także na wzrost efektu *foreign bias* w krajach, gdzie walutą rozliczeniową jest euro.

Style inwestowania nie wpływają bezpośrednio na wyniki inwestycyjne funduszy nieruchomości. Ich wpływ ograniczony jest do określenia celu inwestycyjnego, strategii inwestycyjnej i poziomu oczekiwanych stóp zwrotu. Z kolei bezpośrednio na wyniki inwestycyjne funduszy wpływ ma sposób realizacji strategii inwestycyjnej przez zarządzających. O wysokości stóp zwrotu w większości przypadków decydują pojedyncze transakcje, co wynika z doświadczenia i umiejętnego wykorzystania informacji przez zarządzających.

---

<sup>4</sup> Uzyskiwanie niższych stóp zwrotu z powodu utrzymywania odpowiedniej płynności przez fundusz wykazali także Fletcher [1993] oraz Gallo, Lockwood i Rodriguez [2006].

<sup>5</sup> Wykorzystany został *Jones Lang LaSalle's Real Estate Transparency Index*, który określa transparentność rynku nieruchomości na podstawie aż 83 różnych czynników [Jones Lang LaSalle 2014].

<sup>6</sup> Wnioski autorów pokrywają się z argumentacją przedstawioną przez Chana, Covriga i Nga [2005] odnośnie czynników wpływających na decyzje inwestycyjne zarządzających funduszami akcyjnymi i występowanie efektu *home bias* i *foreign bias*.

## 4.2. Historyczne stopy zwrotu

Historyczne stopy zwrotu są jedną z najważniejszych cech funduszy inwestycyjnych. Na ich podstawie inwestor może dokonać oceny efektów swoich inwestycji, zmierzyć przychody i zyski, jak również ocenić pracę i umiejętności zarządzających oraz ich sposobu zarządzania powierzonymi środkami.

W literaturze podkreśla się znaczący wpływ przeszłych stóp zwrotu na decyzje inwestorów o ulokowaniu posiadanych nadwyżek finansowych w fundusze inwestycyjne (Ippolito [1992], Sirri i Tufano [1998], Edelen [1999])<sup>7</sup>. Zależność między historycznymi stopami zwrotu oraz obecnymi i przyszłymi oparta jest na napływie kapitału do funduszy inwestycyjnych. Im wyższe przeszłe stopy zwrotu utrzymywane w długim okresie czasu, tym większy napływ kapitałów. Historyczne stopy zwrotu wpływają także na atrakcyjność danej klasy instrumentów finansowych na tle innych, co przyczynia się do jej rozwoju lub wycofania z rynku.

Przeszłe stopy zwrotu stanowią źródło informacji nie tylko dla inwestorów, ale także dla zarządzających. Ich wysokość określa jakość i skuteczność decyzji zarządzających. Porównanie uzyskanych stóp zwrotu ze wzorcem odniesienia (np. do indeksu giełdowego lub specjalnie skonstruowanego portfela inwestycyjnego) określa efektywność funduszu inwestycyjnego [Dawidowicz 2008, s. 54]. Do oceny efektywności funduszu wykorzystuje się stopy zwrotu ważone ryzykiem. Funduszem efektywnym nazywa się fundusz, gdy jego zarządzający lokują posiadane środki w taki sposób, że osiągają wyższe stopy zwrotu niż wzorzec odniesienia.

W literaturze funduszy nieruchomości najwięcej uwagi poświęca się amerykańskim funduszom REITs<sup>8</sup>, które mają największy udział w globalnym rynku funduszy nieruchomości. Inną przyczyną popularności tych funduszy przypisać należy dostępności danych – fundusze REITs muszą być notowane na giełdzie papierów wartościowych, co umożliwia zgromadzenie odpowiedniej ilości danych do analiz. W kręgu zainteresowań badaczy znajdują się także europejskie fundusze REITs (m.in. Giacomini [2008] badał włoskie fundusze REITs; Batsch, Chouillou i Tannenbaum francuskie REITs; Petersen [2004] czy Park [2011] angielskie REITs).

---

<sup>7</sup> Warto wspomnieć o zachowaniu polskich inwestorów z okresu, gdy fundusze małych i średnich przedsiębiorstw osiągały rekordowe stopy zwrotu i wykorzystywały te informacje w reklamach, co przyczyniło się do „lawinowego” napływu środków do tych funduszy.

<sup>8</sup> Obszerny przegląd literatury dotyczący efektywności amerykańskich funduszy REITs i innych cech tych funduszy znajduje się w Corgel, Mcintosh i Ott [1995].

Badanie efektywności funduszy nieruchomości funkcjonujących jako fundusze inwestycyjne zamknięte jest rzadko podejmowane w literaturze. Jednym z najstarszych opracowań jest badanie przeprowadzone przez Brueggeman, Chen i Thibodeau [1984]. Próbę badawczą stanowiły dwa amerykańskie zamknięte fundusze nieruchomości, które funkcjonowały w okresie 1972-1983. Do oceny efektywności tych funduszy autorzy badania wykorzystali prostą stopę zwrotu nieważoną ryzykiem, wskaźnik Sharpe'a oraz jedno- i dwuczynnikową alfę Jensena (jednym czynnikiem był indeks giełdowy S&P 500 i drugim poziom inflacji). Wyniki pozwoliły na ocenę badanych funduszy jako efektywnych – historyczne stopy zwrotu funduszy były wyższe niż stopy zwrotu benchmarku i poziom inflacji. Kilka lat później Brueggeman, Chen i Thibodeau [1992] ponownie ocenili efektywność tych samych funduszy. Okres badawczy został wydłużony (1972-1991) i podzielony na dwa podokresy (1972-1989 i 1972-1991). W krótszym podokresie fundusze osiągnęły niższą stopę zwrotu niż akcje i wyższą niż długoterminowe obligacje. Autorzy zwrócili uwagę na poziom ryzyka (mierzone odchyleniem standardowym), które dla funduszy było trzy- i dwukrotnie niższe. Z kolei w dłuższym podokresie badany był tylko jeden fundusz, którego średnia stopa zwrotu była niższa od akcji (o 3,6 pp) i obligacji (o 0,5 pp), przy zbliżonym poziomie ryzyka jak w przypadku krótszego podokresu.

W innym badaniu Myer i Webb [1993] sprawdzali wpływ benchmarku na ocenę efektywności funduszy nieruchomości. Przedmiotem badania było kształtowanie się stóp zwrotu 47 amerykańskich funduszy w okresie 1984-1991. Do porównania przyjęto sześć różnych wzorców odniesienia oraz wykorzystano jedno- i wieloczynnikową alfę Jensena według wzoru:

$$R_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_{ij} R'_{jt} + \mu_{it} \quad (4)$$

gdzie:

$R_{it}$  – nadwyżkowa stopa zwrotu funduszu  $i$  w okresie  $t$ ,

$\alpha_i$  – wartość współczynnika alfa Jensena dla funduszu  $i$ ,

$R'_{jt}$  – nadwyżkowa stopa zwrotu czynnika  $j$  w okresie  $t$ ,

$\beta_{ij}$  – współczynnik wrażliwości stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego na zmiany stóp zwrotu  $k$ -tego czynnika,

$\mu_{it}$  – składnik losowy, gdzie  $E(\mu_{it})=0$ .

Interpretując uzyskane wyniki należy stwierdzić, że:

- 32 z 47 funduszy było efektywnych, gdy wykorzystano model oparty na przeznaczeniu nieruchomości (biura, *R&D office*<sup>9</sup>, magazyny, handel); średnia wartość alfy Jensena wyniosła 0,060,
- 29 z 47 funduszy było zarządzanych powyżej średniej, gdy wykorzystano model oparty na lokalizacji geograficznej obiektów.

W kolejnych badaniach Myer, Webb i He [1997] analizowali wpływ wysokości opłat za zarządzanie na efektywność funduszy i kontynuowali badanie pomiaru efektywności. Analizie poddali 72 fundusze działające w okresie 1989-1994 i wykorzystali jednoczynnikową alfę Jensena (z indeksem NCREIF). Na podstawie kwartalnych stóp zwrotu wykazali, że fundusze osiągały ponadprzeciętne wyniki częściej, gdy wykorzystany był wzorzec odniesienia uwzględniający ryzyko, natomiast rzadziej, gdy wykorzystano benchmark nieuwzględniający ryzyko.

Z kolei O'Neal i Page [2000] zmierzili wyniki inwestycyjne 28 funduszy nieruchomości z okresu 1996-1998. Wykorzystali oni czteroczynnikową alfę Jensena (indeks REITs, indeks małych spółek, indeks S&P 500 i indeks spółek światowych). Przeprowadzone analizy nie udowodniły, że przeciętny fundusz nieruchomości jest efektywny. Na uzyskane wyniki wpływ niewątpliwie miał dobór czynników ryzyka, które związane były tylko z rynkiem kapitałowym i nie zawierały zależności z rynkiem nieruchomości.

Badaniem czynników wpływających na różnice w wynikach inwestycyjnych funduszy nieruchomości zajęli się także Gallo, Lockwood i Rodriguez [2006]. Wykorzystali oni kwartalne stopy zwrotu 65 funduszy nieruchomości z okresu 1985-2002. Wartości wskaźnika Sharpe'a dla funduszy i wzorca odniesienia (*National Property Index*) wykazały, że tylko 24 fundusze (37% wszystkich) były efektywne. Wskaźnik Sortino wskazał na efektywność 32 (49% wszystkich) funduszy. Największą liczbę efektywnych funduszy uzyskano wykorzystując współczynnik alfa Jensena (47 funduszy, 71% wszystkich).

Przytoczone powyżej badania dotyczyły wyłącznie amerykańskich funduszy nieruchomości. Europejskimi funduszami nieruchomości, jako jedni z pierwszych, zajęli się Maurer, Reiner i Rogalla [2004]. Porównali oni niemieckie otwarte fundusze nieruchomości do innych aktywów (instrumentów rynku pieniężnego, obligacji i akcji). W badaniu wykorzystali prostą stopę zwrotu z okresu 1975-2003 oraz ryzyko mierzone odchyleniem standardowym.

---

<sup>9</sup> *Research and Development Office* – budynki biurowe lub przemysłowe wykorzystywane do celów badawczych i rozwojowych. Zazwyczaj zawierają laboratoria, sterylne pomieszczenia i duże przestrzenie.



Średnioroczne stopy zwrotu funduszy były niższe niż akcji i obligacji, ale wyższe niż instrumentów rynku pieniężnego.

Efektywność włoskich funduszy nieruchomości, jako jeden z czynników wpływających na stopy zwrotu funduszy, badali Morri i Lee [2009]. Próba badawcza składała się z siedemnastu funduszy działających w okresie 2005-2008. Rezultatem badania było stwierdzenie, że największy wpływ na stopy zwrotu funduszy miały: aktywne zarządzanie, wysokie zróżnicowanie nieruchomości wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych i forma prawna funduszy.

Pierwszą<sup>10</sup> próbę analizy efektywności polskich funduszy nieruchomości podjęli Załączna i Wolski [2008]. Dokonali oni analizy efektywności sześciu funduszy z wykorzystaniem wskaźnika Sharpe'a i Treynora. Badaniem objęli okres od początku działania funduszy do końca 2007 r. Wyniki przeprowadzonych badań wykazały, że ponadprzeciętnymi wynikami inwestycyjnymi charakteryzowały się dwa fundusze. W przeprowadzonym badaniu autorzy przyjęli do analizy nieprawidłowy wzorzec odniesienia, którym był indeks WIG. Żaden z badanych funduszy nieruchomości nie realizował strategii inwestycyjnej związanej z lokowaniem aktywów w akcje spółek sektora nieruchomości.

W 2011 r. Sarnowski [2011] opublikował wyniki badań efektywności jedenastu funduszy nieruchomości. Próba badawcza składała się z sześciu otwartych i specjalistycznych otwartych oraz pięciu zamkniętych funduszy inwestycyjnych, które funkcjonowały w okresie 2005-2010 i ich polityki inwestycyjne związane były z lokowaniem aktywów w instrumenty rynku nieruchomości. Efektywność funduszy została określona przy pomocy wskaźnika Sharpe'a, Jensena i Treynora. Jako wzorce odniesienia autor przyjął indeks WIG, WIG20 i WIG-Budownictwo. Podobnie jak Załączna i Wolski [2008] autor przyjął nieprawidłowe wzorce odniesienia (WIG i WIG20). Dodatkowo w badaniu uwzględnione zostały otwarte fundusze, które klasyfikowane są przez IZFiA, jako fundusze akcyjne lub mieszane. Uwzględniając tylko część wyników badania (obejmującą wzorzec odniesienia WIG-Budowlany) uzyskano różne wyniki efektywności w zależności od przyjętej miary stopy zwrotu.

Inne podejście do efektywności funduszy nieruchomości zaprezentował Trzebiński [2012c]. W badaniu obejmującym dziewięć funduszy nieruchomości i ich stopy zwrotu od początku funkcjonowania do 2011 r. autor wykorzystał wskaźnik Sharpe'a i Treynora, alfę

---

<sup>10</sup> Wspomnieć należy o publikacji Urban [2007], która przeprowadziła analizę opisową prostych stóp zwrotu i odchylenia standardowego pięciu polskich funduszy nieruchomości. Celem badania było przedstawienie stosowanych strategii inwestycyjnych i osiągniętych stóp zwrotu.

Sharpe'a i jednoczynnikową alfę Jensena. Jako benchmark przyjęty został indeks giełdowy WIG-Budowlany oraz indeks funduszy nieruchomości ważony wartością aktywów netto funduszy. Uzyskane wyniki pokazały efektywność wybranych funduszy nieruchomości w zależności od wybranej miary stopy zwrotu. W przypadku dwóch funduszy wszystkie wskaźniki wykazały ich efektywność.

Z przytoczonych powyżej badań zagranicznych i polskich funduszy nieruchomości można wyciągnąć wniosek, że historyczne stopy zwrotu bezpośrednio wpływają na obecne i przyszłe stopy zwrotu. Zależność historycznych i przyszłych stóp zwrotu można rozpatrywać z poziomu całego rynku funduszy inwestycyjnych i poszczególnych funduszy.

Wysokość historycznych stóp zwrotu wpływa na wysokość kierowanych środków na rynek funduszy inwestycyjnych, przy czym preferowane przez inwestorów są fundusze osiągające ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne (w stosunku do innych typów funduszy inwestycyjnych czy substytucyjnych instrumentów finansowych). Wypracowywanie przez zarządzających ponadprzeciętnych stóp zwrotu powoduje napływ kapitałów do funduszy i odwrotnie – utrzymujące się słabe wyniki inwestycyjne powodują odpływ środków, co powoduje zmiany w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych. Zmiany te mają różny charakter i zależą od rodzaju funduszy inwestycyjnych. W przypadku otwartych funduszy, które umożliwiają swobodny przepływ środków do i z funduszy, zmiany dotyczą wartości zgromadzonych aktywów netto i rzadko ilości funduszy. Przy funduszach zamkniętych, które znacząco ograniczają dysponowanie powierzonymi funduszom środkami, historyczne stopy zwrotu wpływają na powstawanie nowych i likwidowanie istniejących funduszy. Niezależnie od wysokości przeszłych stóp zwrotu osiąganych przez określone typy funduszy wzrasta poziom ich znajomości wśród inwestorów, co przyczynia się do dalszego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych.

Zmiany stóp zwrotu wpływają na pozycje konkurencyjną określonego funduszu w stosunku do innych funduszy i instrumentów finansowych, co powoduje zwiększony napływ kapitału. Opisane w literaturze badania dotyczące otwartych funduszy inwestycyjnych wskazują na istnienie silnej zależności między historycznymi stopami zwrotu i napływem kapitału (m.in. Ippolito [1992], Gruber [1996], Zheng [1999], Cuthbertson, Nitzsche i O'Sullivan [2010], Ferreira i in. [2012]). Opisane zjawisko dotyczy przede wszystkim funduszy, które stosują krótkookresowe strategie inwestycyjne (w szczególności fundusze akcji i obligacji). W przypadku funduszy nieruchomości, które stosują strategie długookresowe, napływ kapitału przekłada się na stopy zwrotu w przyszłości. Z kolei zamknięte fundusze nieruchomościowe mają ograniczone możliwości pozyskiwania nowych kapitałów w trakcie funkcjonowania. Większość zamkniętych funduszy nieruchomości tworzone jest na określony czas i zostaje

uruchomione tylko wtedy, gdy zgromadzi wymaganą przez zarządzających wysokość kapitału, co eliminuje potrzebę dokapitalizowania w przyszłości.

Wpływ historycznych stóp zwrotu na obecne i przyszłe stopy zwrotu funduszy nieruchomości jest szczególnie widoczny, gdy fundusze przynoszą straty (ujemne stopy zwrotu) w dłuższym okresie. Inwestorzy wycofują środki i w połączeniu z brakiem napływu nowych kapitałów w większości przypadków dochodzi do likwidacji funduszu (np. ujemne stopy zwrotu powodowały odpływ kapitału z funduszu Opera Rynku Nieruchomości i w konsekwencji do przedterminowego zlikwidowania funduszu).

Na zakończenie podrozdziału warto zwrócić uwagę na możliwość popełnienia błędów przy ocenie efektywności funduszy nieruchomości przy wykorzystaniu historycznych stóp zwrotu. Jednym z nich jest efekt historycznych stóp zwrotu (*backfill bias*), który polega na przekazywaniu do bazy danych informacji przez nowy fundusz z okresu bieżącego i wcześniejszego. Efekt ten jest charakterystyczny dla funduszy hedge, ale także zdarza się w przypadku funduszy REITs i zamkniętych funduszy nieruchomości, które w przeciwieństwie do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych nie mają obowiązku przekazywania informacji do baz danych. Efekt ten występuje przede wszystkim na rozwiniętych rynkach, co związane jest z wysokim poziomem konkurencji między funduszami i wyższym poziomem wiedzy inwestorów oraz funkcjonowaniem baz danych. Nowe fundusze decydują się na przekazanie informacji o historycznych stopach zwrotu i wartości aktywów netto w sytuacji, gdy wartości te są równe lub wyższe od konkurencyjnych funduszy.

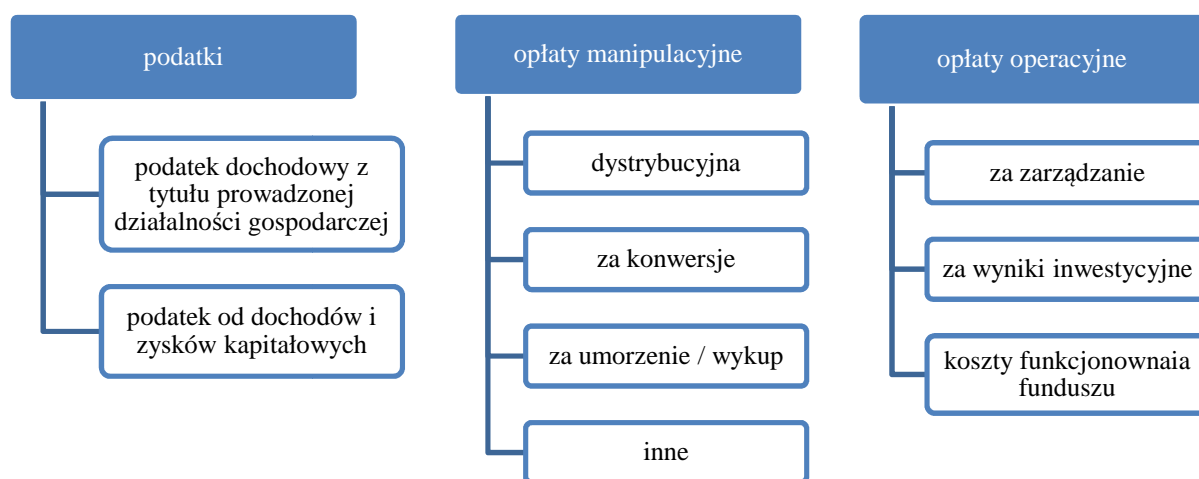
W literaturze poświęconej funduszom inwestycyjnym dużą uwagę przywiązuje się do efektu przetrwania (*survivor bias*), który polega na nie uwzględnianiu w ocenie stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych wyników funduszy, które zakończyły działalność. Uwzględnianie w analizach tylko aktywnych funduszy może zawyżać wyniki i prowadzić do błędnej interpretacji stóp zwrotu. Do szacowania wielkości efektu przetrwania wykorzystuje się metodę opracowaną przez Grinblatta i Titmana [1989], która polega na odjęciu od stopy zwrotu z portfela złożonego z aktywnych funduszy stopy zwrotu z portfela funduszy aktywnych i nieaktywnych. Wykorzystując efekt przetrwania można oszacować premię za przetrwanie (*survivor premium*). W tym celu wykorzystuje się metodę Blake'a, Eltona i Grubera [1993] i Malkiela [1995], w której od stopy zwrotu z portfela złożonego z funduszy aktywnych odejmuje się stopę zwrotu z portfela zbudowanego z nieaktywnych funduszy.

W obu metodach przyjmuje się, że fundusz nieaktywny to taki, który przestał istnieć w trakcie okresu badawczego. Nie ma znaczenia powód niepodawania stóp zwrotu. W przypadku funduszy otwartych niepodawanie wysokości stóp zwrotu jest jednoznaczne ze zlikwi-

dowaniem funduszu. Fundusze zamknięte mogą przestać przekazywać informacje o uzyskanych wynikach inwestycyjnych z powodu likwidacji lub zakończenia działalności w planowanym terminie. Zdaniem autora traktowanie funduszy, które zakończyły działalność w planowanym okresie jako funduszy nieaktywnych, jest błędne i prowadzi do zmiany wartości stóp zwrotu badanych funduszy. „Likwidacja” tych funduszy nie nastąpiła z powodu słabych wyników inwestycyjnych (poniżej przeciętnej) czy odpływu kapitału<sup>11</sup>, tylko w wyniku przyjętej strategii działania.

### 4.3. Koszty uczestnictwa w funduszach

Ogólnie koszty można podzielić na opłaty manipulacyjne, opłaty operacyjne i podatki, które ponoszone są przez fundusze lub lokujących w nie inwestorów (schemat 5.). Wysokość i rodzaj kosztów zależą od rodzaju funduszu i co do zasady, obniżają stopy zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Opłaty operacyjne i podatek dochodowy z tytułu prowadzonej działalności gospodarczej zmniejszają wartość aktywów netto i ujmowane są przy określaniu wartości aktywów netto przypadających na tytuł uczestnictwa w sposób ciągły. Opłaty manipulacyjne obciążają inwestora w momencie zakupu lub sprzedaży tytułów uczestnictwa. Z kolei podatek od dochodów i zysków kapitałowych zmniejsza zyski inwestora z zakończonej inwestycji w fundusze.



**Schemat 5. Rodzaje kosztów w funduszach inwestycyjnych**

Źródło: opracowanie własne.

<sup>11</sup> Co jest najczęściej występującym powodem do zamknięcia funduszu inwestycyjnego.

Wpływ podatków na stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych jest pośredni ze względu na występowanie na poziomie inwestorów. W większości państw europejskich i w USA fundusze inwestycyjne są podmiotowo zwolnione z podatku dochodowego. Jeżeli nie są, to i tak ponoszone przez nie podatki obciążają aktywa funduszu.

W literaturze podejmowane są badania dotyczące wyników inwestycyjnych funduszy po opodatkowaniu i ich wpływu na decyzje alokacyjne inwestorów<sup>12</sup> oraz decyzje zarządzających w zakresie przeznaczenia zysków kapitałowych<sup>13</sup>. W przeprowadzonych badaniach uwaga badaczy skupiona była na otwartych funduszach, które funkcjonowały w USA i w większości przypadków inwestujących na rynku akcji. Wyniki badań wykazują, że stopy zwrotu otwartych funduszy po uwzględnieniu podatków są niższe od wzorców odniesienia oraz opodatkowanie wyników funduszy zmniejsza napływ kapitałów. Zamknięte fundusze w odróżnieniu od otwartych dzięki swojej konstrukcji pozwalają na odroczenie w czasie płatności podatku od dochodów i zysków kapitałowych, która dokonywana jest dopiero w momencie likwidacji funduszu i wypłaty środków posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych. Na uwadze należy mieć, że inwestowanie w inne instrumenty finansowe także podlega opodatkowaniu i zdaniem autora większość inwestorów nie przywiązuje wagi do tego obciążenia inwestycji. Z kolei inwestorzy, którzy lokują spore środki pieniężne i zwracają uwagę na obciążenia fiskalne, mogą zastosować rozwiązania obniżające wysokość podatków.

Fundusze nieruchomości zaliczane są do inwestycji długookresowych przeznaczonych do późniejszej konsumpcji (cele emerytalne). Z tej właściwości funduszy skorzystały niektóre państwa wprowadzając korzyści podatkowe związane z lokowaniem środków w fundusze nieruchomości, które polegają na zniesieniu lub znacznemu obniżeniu podatku od dochodów i zysków kapitałowych (Francja, Niemcy, Wielka Brytania, Włochy i USA)<sup>14</sup>.

Wśród kosztów największe znaczenie mają opłaty dystrybucyjne i za umorzenie (wykup)<sup>15</sup>. Opłata dystrybucyjna ma charakter jednorazowy i ponoszona jest przez uczestnika funduszu z chwilą nabycia tytułu uczestnictwa. Jej koszt waha się w przedziale 0-5% i pozwala funduszowi na pokrycie kosztów wynagrodzenia dystrybutora oraz kosztów dystrybucji. Jej wysokość zależy od rodzaju funduszu, kanału dystrybucji i wpłacanej kwoty do funduszu. W praktyce opłata dystrybucyjna ustalana jest na kilku poziomach – im większa kwota jest

---

<sup>12</sup> M.in. Poterba [2001], Bergstresser i Poterba [2002], Poterba i Samwick [2003], Adams, Mansi i Nishikawa [2012].

<sup>13</sup> M.in. Barclay, Pearson i Weisbach [1998], Sialm i Starks [2012].

<sup>14</sup> Europejskie fundusze REITs oferują uczestnikom niższe stawki podatków niż tradycyjne fundusze nieruchomości, co ma stanowić zachętę zarówno dla towarzystw (do tworzenia takich funduszy), jak i inwestorów.

<sup>15</sup> Opłata za umorzenie występuje w funduszach inwestycyjnych otwartych i związana jest z umarzaniem jednostek uczestnictwa. Z kolei opłata za wykup występuje w funduszach inwestycyjnych zamkniętych, które wykupują certyfikaty inwestycyjne od ich posiadaczy.

wpłacana do funduszu, tym niższa opłata dystrybucyjna. Zauważyć można także wpływ poziomu ryzyka funduszu na wysokość opłaty dystrybucyjnej – im bardziej ryzykowana strategia inwestycyjna, tym wyższa opłata. Najwyższe opłaty dystrybucyjne spotyka się w funduszach akcyjnych, niższą w funduszach mieszanych i obligacji. Najniższą w funduszach rynku pieniężnego [Khorana, Servaes i Tufano 2008]<sup>16</sup>. W przypadku funduszy nieruchomości wysokość opłaty dystrybucyjnej jest zróżnicowana i uzależniona od wielkości wpłacanego kapitału do funduszu.

Opłata za konwersje obejmuje transfer środków między funduszami zarządzanymi przez jedno towarzystwo. Najczęściej jej wysokość wynosi różnicę między wysokością opłaty dystrybucyjnej funduszu, do którego transferowane są środki a wysokością opłaty funduszy, z którego wycofywane są środki. W sytuacji, gdy różnica między opłatami dystrybucyjnymi jest ujemna, opłata za konwersje nie jest pobierana. Brak opłaty za transfer środków spotkać można także w funduszach parasolowych oraz jako sposób na zatrzymanie inwestorów i ich środków w ramach funduszy jednego towarzystwa.

Kolejnym rodzajem opłat manipulacyjnych jest opłata za umorzenie (wykup) tytułów uczestnictwa, która pomniejsza wypłacane inwestorowi środki pieniężne. W otwartych funduszach przeciętna wartość tej opłaty wynosi 0-2% i stopniowo ulega zmniejszeniu w czasie. Występowanie tej opłaty ma na celu zmniejszenie częstotliwości i ilości umarzanych jednostek uczestnictwa funduszy oraz zachęcania inwestorów do długoterminowego oszczędzania w funduszach inwestycyjnych, co zapobiega spekulacjom na jednostkach uczestnictwa i nie wymaga od zarządzających utrzymywania bieżącej płynności na wysokim poziomie. Z kolei w przypadku zamkniętych funduszy inwestycyjnych opłata może wynosić nawet 3% lub więcej. Jej celem, podobnie jak w przypadku otwartych funduszy, jest zniechęcenie inwestorów do przedwczesnego wycofania środków z funduszu.

Drugą grupę kosztów obciążających aktywa funduszy są opłaty operacyjne (za zarządzanie, wyniki inwestycyjne i koszty funkcjonowania funduszu). Opłaty za zarządzanie i wyniki inwestycyjne są wynagrodzeniem za usługi świadczone przez fundusze: dywersyfikację inwestycji, obniżenie kosztów transakcyjnych i poprawienie płynności alokowanych środków [Chordia 1996, s. 1]. Opłata za zarządzanie związana jest z wynagrodzeniem zarządzających i bezpośrednio obciąża aktywa funduszy. Jej wysokość jest stała i wynosi określony procent aktywów netto. Wysokość tej opłaty, tak samo jak opłata dystrybucyjna, zależy od rodzaju

---

<sup>16</sup> Ferreira i Ramos [2009] wykorzystując informacje o ponad 50 000 funduszy z 26 krajów dowiedli, że opłaty są najwyższe w krajach ze słabo rozwiniętymi rynkami akcji i rynkami funduszy inwestycyjnych oraz zagraniczne fundusze pobierają wyższe opłaty od lokalnych funduszy, jeżeli mają znaczący udział w rynku.

funduszu – im agresywniejsze i aktywniejsze zarządzanie funduszem, które wymaga intensywniejszych działań zarządzających, tym wyższe opłaty.

Opłata za zarządzanie naliczana jest w każdym dniu wyceny tytułu uczestnictwa funduszu i na rynkach rozwiniętych jej przeciętna wysokość wynosi 1-3%. W funduszach nieruchomości opłata za zarządzanie może być dodatkowo uzależniona od rodzaju instrumentu, który wchodzi w skład portfela inwestycyjnego. Niższą opłatę pobiera się od instrumentów płynnych i wyższą od aktywów niepłynnych, które stanowią docelowe inwestycje funduszy.

Obok opłaty za zarządzanie fundusze nieruchomości mogą pobierać dodatkową opłatę za wyniki inwestycyjne. Najczęściej jest ona pobierana w odstępach rocznych i wynosi 15%-25% wypracowanego zysku. Naliczana jest w sytuacji, gdy zostanie osiągnięta stopa zwrotu wyższa niż określona w statucie lub prospekcie emisyjnym funduszu (np. Arka Fundusz Rynku Nieruchomości może pobrać opłatę za wyniki, gdy stopa zwrotu przekroczy 10% w skali roku).

Inną, istotną pozycją opłat operacyjnych są koszty funkcjonowania funduszu. Są to wszystkie koszty niezbędne do prawidłowego funkcjonowania funduszu i realizacji strategii inwestycyjnych. Wśród tych kosztów wymienić można opłaty związane z prowadzeniem rejestrów, koszty transakcyjne, koszty odsetkowe, ujemne salda różnic walutowych. Koszty funkcjonowania funduszu w tradycyjnych funduszach inwestycyjnych są niskie i głównie oparte na kosztach transakcyjnych oraz wynagrodzeniu zarządzających. W funduszach nieruchomości koszty funkcjonowania są znaczące i mają wpływ na wysokość aktywów netto. Koszty te mogą być nieznacznie zmniejszone przy wykorzystaniu tarczy podatkowej. Możliwość ta występuje tylko w przypadku funduszy zwolnionych z obowiązku płacenia podatku dochodowego i polega na przeliczeniu kosztów do spółek zależnych, które podlegają opodatkowaniu i dzięki wyższym kosztom wykazują większy zysk. Z kolei fundusz zyskuje na wyższej wycenie posiadanych udziałów w spółkach zależnych.

W literaturze podkreśla się negatywny wpływ wysokości opłat i prowizji na stopy zwrotu, który wyraża się obniżaniem ich wysokości. Autorzy badań wskazują kilka czynników wpływających na wysokość opłat. Są to:

- zmniejszanie wielkości umorzeń i nadmiernej liczby transakcji (dotyczy opłat za umorzenie/wykup) [Chordia 1996, s. 3],
- korzystne warunki w otoczeniu funduszy, które przekładają się na wyższe stopy zwrotu (np. zwiększenie opłaty za zarządzanie w okresie hossy [Huesler, Malevergne i Sornette 2012]),

- sposób zarządzania funduszem (aktywnie zarządzane fundusze mają wyższe opłaty za zarządzanie od funduszy pasywnych),
- poziom ochrony prawnej inwestorów oraz poziom wykształcenia i zamożności inwestorów obniża wysokość opłat za zarządzanie [Khorana, Servaes i Tufano 2005, 2008].

Oczywiście opłat i kosztów funkcjonowania funduszy nie da się wyeliminować, ale zarządzający mogą utrzymywać je na niskim poziomie lub ograniczać w trudniejszych okresach, takich jak spowolnienie gospodarcze czy spadek przychodów z posiadanych nieruchomości. Optymalizacja kosztów funkcjonowania funduszu i utrzymanie ich na jak najniższym możliwym poziomie wpłynie na uzyskanie wyższych stóp zwrotu. Z kolei informacje dotyczące kształtowania poziomu kosztów w trakcie funkcjonowania funduszu może być wykorzystana do oceny umiejętności zarządzających.

#### **4.4. Czas funkcjonowania i wielkość funduszu oraz przepływy kapitałów**

Czas funkcjonowania (*fund age*) i wielkość funduszu (*fund size*) są jednymi z fundamentalnych cech funduszy i wykazują współzależność. Pierwsza cecha wpływa bezpośrednio na wysokość stóp zwrotu i o poziomie oddziaływania w dużym stopniu decydują umiejętności i doświadczenie zarządzających. Podobnie jak w przypadku innych cech, czas funkcjonowania wpływa na wyniki inwestycyjne funduszy w różnym stopniu w zależności od ich konstrukcji prawnej. Wielkość funduszu związana jest z pierwszą cechą, jak również z osiąganymi stopami zwrotu i przepływami kapitałów.

W okresie życia funduszu inwestycyjnego można wyodrębnić przynajmniej trzy kluczowe etapy. Są to: wprowadzenie na rynek, dojrzałość i schyłek.

Pierwszy etap to wprowadzenie funduszu na rynek, który rozpoczyna się od zgromadzenia wymaganych przepisami prawa minimalnych kapitałów. W pierwszych latach funkcjonowania tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, jak również agresywnie zarządzanych funduszy nieruchomości, zarządzający starają się uzyskać jak najwyższe stopy zwrotu. Działania te zwracają uwagę inwestorów i przyciągają nowy kapitał do funduszy. Stosowane w tym okresie strategie zakładają rozbudowywanie portfeli inwestycyjnych, poszukiwanie okazji do szybkiego powiększenia zainwestowanych środków oraz stosowanie innowacyjnych rozwiązań bez zwracania uwagi na poziom ryzyka towarzyszącego tym działaniom. Prowadzenie ryzykownej polityki inwestycyjnej może doprowadzić do znaczącego wzrostu aktywów funduszu albo spadku i w konsekwencji do likwidacji. W przypadku większości funduszy nieruchomości zarządzający mają ustalony skład docelowego portfela inwestycji, którego



budowa rozłożona jest w czasie. Posiadane nadwyżki pieniężne lokowane są w płynne instrumenty finansowe, co powoduje że fundusze nieruchomości w pierwszych latach działalności osiągają stosunkowo niskie stopy zwrotu.

Wartość aktywów otwartych funduszy nieruchomości, w okresie wprowadzania na rynek wykazuje wysoką zmienność. Początkowo niska wartość w krótkim okresie może zwiększyć się kilkukrotnie, a nawet kilkunastokrotnie. Zwiększenie aktywów jest wynikiem napływu nowych kapitałów oraz w mniejszym stopniu z osiągniętych i zatrzymanych zysków z działalności inwestycyjnej funduszy. Z kolei zamknięte fundusze nieruchomości charakteryzują się stabilnym poziomem aktywów, których wartość jest powiększana przez zatrzymanie wypracowanego zysku. W prywatnych i specjalistycznych funduszach nieruchomości aktywa mogą zostać powiększone przez zwiększenie kapitałów w drodze dodatkowych emisji certyfikatów inwestycyjnych.

W kolejnym etapie, czyli dojrzałości, zarządzający tradycyjnymi funduszami realizują docelową politykę inwestycyjną mając na względzie poziom ryzyka i działania konkurencyjnych funduszy tego samego typu. Aktywa tradycyjnych funduszy podlegają okresowym fluktuacjom, które związane są z osiąganymi stopami zwrotu. Wyższe stopy zwrotu zapewniają napływ nowych kapitałów i odwrotnie – słabe wyniki powodują odpływ kapitału. Zależność ta jest szczególnie widoczna między funduszami akcyjnymi i dłużnymi. Aktywa otwartych funduszy nieruchomości także podlegają zmianom w czasie, przy czym są one o wiele mniejsze niż w przypadku tradycyjnych funduszy, co wynika z traktowania funduszy nieruchomości jako inwestycji długookresowej i mającej na celu zabezpieczenie w okresie emerytalnym. Zaznaczyć należy, że otwarte fundusze nieruchomości funkcjonują głównie w krajach europejskich i uznawane są za jedną z podstawowych form oszczędzania. Natomiast aktywa zamkniętych funduszy nieruchomości nadal są powiększane głównie przez wypracowane przez zarządzających zyski lub pomniejszane przez stratę na działalności operacyjnej. Dodatkowym obciążeniem aktywów są dywidendy wypłacane posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych (dotyczy tylko funduszy wypłacających dywidendy). W sytuacji gdy fundusz potrzebuje dodatkowych kapitałów na nowe inwestycje i nie ma możliwości przeprowadzenia dodatkowej emisji certyfikatów, zarządzający mogą zdecydować się na skorzystanie z kapitałów zewnętrznych, którymi są kredyty bankowe.

Tradycyjne fundusze inwestycyjne rzadko znajdują się na etapie schyłku, który łączy się z likwidacją funduszu. W sytuacji gdy tradycyjny fundusz osiąga złe wyniki inwestycyjne i wartość aktywów maleje, przeważnie zostaje połączony z innym funduszem tego samego towarzystwa. Podobnie dzieje się z otwartymi i zamkniętymi funduszami nieruchomości, któ-

re nie mają określonego końca działalności. Z kolei zamknięte fundusze, które funkcjonują przez określony czas, w etapie schyłku spieniężają wszystkie posiadane lokaty i wypłacają pozyskane środki posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych.

Zarządzający tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi do pewnego poziomu wartości aktywów wykazują wysoką aktywność w poszukiwaniu korzyści inwestycyjnych, co przekłada się na wyższe stopy zwrotu i napływ kapitału. Im większe aktywa funduszu, tym wyższe wynagrodzenie za zarządzanie. Zwiększaniu wartości aktywów towarzyszy zwiększanie opłaty za zarządzanie, która ma rekompensować zwiększony wysiłek zarządzających. Wyniki inwestycyjne dużych funduszy wskazują na obniżanie stóp zwrotu przy wzroście aktywów. Podobnie jest w przypadku funduszy nieruchomości. Chen i in. [2004] zwrócili uwagę na spadek efektywności funduszy z powodu zarządzania nimi przez kilku zarządzających. Z kolei Otten i Barns [2002]<sup>17</sup> doszli do wniosku, że mniejsze fundusze są efektywniejsze od dużych. Otten i Barns [2002], Prather, Bertin i Henker [2004] oraz Pastor i Stambaugh [2012] zwracają uwagę na nasycenie rynków finansowych funduszami inwestycyjnymi. Wzrost konkurencji na rynku funduszy inwestycyjnych powoduje zmniejszanie okazji do uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez zarządzających. Istnienia odwrotnej zależności między stopami zwrotu i wielkością aktywów potwierdzają także Ciccotello [1996], Lacey i Qiang [2008], Chan i in. [2009], Ferreira i in. [2013]<sup>18</sup>. Pomimo faktu, że przeprowadzone badania dotyczyły aktywnie zarządzanych funduszy akcji, wnioski badaczy można odnieść do funduszy nieruchomości, które związane są z rynkiem o niskiej elastyczności i ograniczonym zasobie. Dodatkowo na wysokość stóp zwrotu funduszy nieruchomości ma wpływ międzynarodowe dywersyfikowanie portfeli inwestycyjnych (stosowane zwłaszcza przez fundusze nieruchomości z rozwiniętych rynków), które w większości przypadków powoduje obniżenie stóp zwrotu. Fletcher [1993] oraz Gallo, Lockwood i Rodriguez [2006] wykazali istnienie różnicy w stopach zwrotu małych i dużych funduszy nieruchomości, przy czym jest ona niewielka i kształtuje się na poziomie 0,3-0,5% kwartalnie na korzyść mniejszych funduszy.

Jak zauważa Kaiser [2008, s. 130], zarządzający funduszami hedge wraz z upływem czasu tracą zapał i zmniejszają wysiłek wkładany w zarządzanie funduszami. Zdaniem autora podobnie dzieje się z zarządzającymi innymi typami funduszy. Uwzględniając długoterminowość funkcjonowania funduszy nieruchomości, efekt zmęczenia zarządzaniem nasila się wraz z okresem funkcjonowania funduszy. Natomiast Fletcher [1993] wskazuje dodatkowo na cy-

---

<sup>17</sup> Badacze analizowali fundusze akcyjne pięciu największych europejskich rynków (Francja, Niemcy, Wielka Brytania, Holandia i Włochy) i porównali uzyskane wyniki do badań poświęconych amerykańskim funduszom.

<sup>18</sup> Z kolei Droms i Walker [1996] oraz Gallagher i Kyle [2005] wykazali brak takiej zależności. Uzyskiwanie odmiennych wyników nie jest zaskakujące ze względu na przyjmowanie do badań różnych okresów.

kliczność wyników inwestycyjnych. Wysokie stopy zwrotu lub wyższe od konkurencyjnych funduszy powodują, że zarządzający mniej się starają, co przekłada się na obniżenie wyników inwestycyjnych. Odpływ kapitału i zmniejszenie wartości opłat za zarządzanie mobilizuje zarządzających do efektywniejszego zarządzania funduszem i wypracowywania coraz to lepszych stóp zwrotu.

Z przytoczonych badań można wyciągnąć ogólny wniosek, że tradycyjne fundusze inwestycyjne są najbardziej efektywne do określonego poziomu aktywów (Indro i in. [1999], Chen i in. [2004], Elton, Gruber i Blake [2012]). Po jego przekroczeniu efektywność zarządzania funduszami słabnie, co wynika z kilku czynników. Najważniejszymi z nich jest wielkość i poziom płynności rynku, zła dywersyfikacja portfeli inwestycyjnych i wzrost kosztów transakcyjnych. Czynniki te wpływają także na fundusze nieruchomości.

W analizie zależności między wynikami inwestycyjnymi i wielkością aktywów należy uwzględnić rodzaj strategii inwestycyjnych stosowanych przez zarządzających. Niektóre fundusze wymagają bardzo wysokich kapitałów, jak na przykład globalne fundusze makroekonomiczne (kapitały minimum 0,5 mld USD). Podobnie jest z funduszami nieruchomości, których strategie inwestycyjne oparte są na inwestycjach w kapitałochłonne obiekty i projekty deweloperskie. Zbyt niskie kapitały uniemożliwiają zarządzającym na realizowanie polityki inwestycyjnej i skorzystanie z dźwigni finansowej, która oparta na kredytach bankowych wymaga zabezpieczenia hipotecznego.

Otwarte fundusze inwestycyjne i część zamkniętych funkcjonuje bez określonej daty zakończenia działalności. Inna część zamkniętych funduszy ma określony czas działania. Podobnie jak w przypadku etapu życia funduszu zasadne jest postawienie pytania, czy czas funkcjonowania funduszy wpływa na ich stopy zwrotu? Wydawać by się mogło, że nowe fundusze powinny osiągać wyższe stopy niż stare fundusze, ze względu na zapal zarządzających i konieczność pokazania swoich umiejętności w celu przyciągnięcia nowych kapitałów. Z drugiej strony, stare fundusze mogą obniżać opłaty i koszty, aby przyciągnąć nowy kapitał i korzystając ze zgromadzonych aktywów mogą być efektywniejsze niż nowe fundusze. Ferreira i in. [2013] nie znaleźli dowodów na istnienie takiej zależności w odniesieniu do amerykańskich funduszy akcyjnych, jednocześnie dowodząc takiej zależności dla europejskich funduszy akcji. Statystycznie istotne wyniki dla funduszy akcyjnych z Niemiec i Wielkiej Brytanii uzyskali Otten i Barns [2002], przy czym wpływ czasu funkcjonowania funduszy obniżał stopy zwrotu. Podobne wyniki uzyskał Fletcher [1993] dla amerykańskich funduszy nieruchomości – stare fundusze osiągnęły stopy zwrotu niższe o 1 p.p (w skali roku) od nowych.

Można stwierdzić, że relacja czasu funkcjonowania i przepływy kapitałów ze stopami zwrotu jest nieliniowa i wykazuje cykliczność, na którą znaczący wpływ mają zachowania zarządzających i otoczenie rynkowe.

Czas funkcjonowania funduszu stanowi miarę zdolności do przetrwania w wysoce konkurencyjnym środowisku [Prather, Bertin i Henker 2004, s. 314]. O uzyskiwaniu ponadprzeciętnych stóp zwrotu decyduje dostrzeżenie i efektywne wykorzystanie okazji inwestycyjnych przez zarządzających.

#### **4.5. Konkurencyjność innych instrumentów finansowych**

Jak wspomniano w rozdziale trzecim fundusze inwestycyjne wykorzystywane są przez inwestorów głównie z dwóch powodów – oszczędzania i spekulacji. Oszczędzanie może mieć charakter krótkotrwały (lokowanie nadwyżek kapitału na krótki okres ma przynieść dodatkowe dochody) oraz długotrwały (zabezpieczenie przyszłych wydatków i okresu bezczynności zawodowej). Natomiast spekulowanie kapitałem ma na celu generowanie nowych środków wykorzystaniem oszczędności i okazji inwestycyjnych. Podstawą tych dwóch procesów jest przekazywanie nadwyżek pieniężnych do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał. Takimi podmiotami są m.in. przedsiębiorstwa, banki, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe.

Fundamentalną cechą każdego instrumentu finansowego jest spełnianie określonych potrzeb inwestorów, którymi ogólnie jest zapewnienie wartości kapitałów w czasie, zabezpieczenie finansowe w okresie bezczynności zawodowej i zgromadzenie środków na nieprzewidziane wydatki. Z kolei inwestorzy przy wyborze sposobu lokowania nadwyżek pieniężnych uwagę zwracają na poziom ryzyka związany z danym instrumentem finansowym. Oznacza to, że pomiędzy różnymi instrumentami finansowymi rzadko dochodzi do konkurowania o tego samego inwestora. Można wręcz zauważyć komplementarność różnych form oszczędzania. Wpływ na takie postrzeganie m.in. lokat bankowych, obligacji, funduszy inwestycyjnych, potęgowany jest przez „konieczność” dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych.

Do konkurowania o środki tego samego inwestora dochodzi między instrumentami finansowymi, które zaspokajają te same potrzeby i realizują odmienne strategie inwestycyjne przy zachowaniu ryzyka na zbliżonym poziomie. Dotyczy to głównie tradycyjnych funduszy inwestycyjnych – fundusze akcyjne i mieszane konkurują z akcjami oraz fundusze obligacji z obligacjami. W przypadku funduszy nieruchomości do konkurowania z innymi instrumentami finansowymi dochodzi tylko w przypadku REITs, które współzawodniczą z akcjami.

Uwzględniając strukturę oszczędności w krajach europejskich i USA<sup>19</sup> można postawić tezę, że fundusze inwestycyjne wykorzystywane są przez inwestorów do dywersyfikowania portfeli inwestycyjnych, co szczególnie widoczne jest w przypadku funduszy nieruchomości. Włączenie funduszy nieruchomościowych do portfela inwestycyjnego powoduje obniżenie ryzyka inwestycyjnego oraz zmniejsza wrażliwość uzyskiwanych stóp zwrotu na zmiany rynkowe (Hoesli i Hamelink [1996], Hoesli, Lekander i Witkiewicz [2004], Maurer, Reiner i Rogalla [2004]).

O konkurencyjności w pełnym wymiarze tego pojęcia możemy mówić w przypadku poszczególnych grup aktywów i między podmiotami oferującymi te same instrumenty finansowe. Między funduszami inwestycyjnymi dochodzi do współzawodniczenia o środki inwestorów na poziomie towarzystw funduszy inwestycyjnych lub zarządzających (niezależnie od ich typu) oraz w ramach poszczególnych typów. Jak wspomniano w rozdziale pierwszym, podmioty wykorzystują różne instrumenty konkurencyjności do osiągnięcia zamierzonych celów. Z dostępnych instrumentów najważniejszymi dla funduszy inwestycyjnych jest: wysokość kosztów związanych z lokowaniem środków w fundusze, odmiennosć oferowanych funduszy i elastyczność dostosowywania strategii inwestycyjnej funduszy do potrzeb inwestorów.

Coates i Hubbard [2007] stwierdzili, że wysokość opłat za zarządzanie w amerykańskich funduszach inwestycyjnych kształtuje się na odpowiednim poziomie biorąc pod uwagę poziom konkurencji między funduszami. Zwrócili także uwagę na okresowe zwiększanie tych opłat, które wracają po pewnym czasie do niższych wartości. Khorana i Servaes [2004, 2011; Nanda, Narayanan i Warther 2000] wykazali, że fundusze z niskimi opłatami mogą je podwyższać bez utraty aktywów do pewnego poziomu, który wyznacza wysokość opłat pobieranych przez inne fundusze. Z kolei Khorana, Servaes i Tufano [2008] na podstawie informacji o funduszach inwestycyjnych z 18 krajów oraz Ferreira i in. [2013] wykorzystując dane z 27 krajów dowiedli, że w krajach o większej prawnej ochronie inwestorów i w krajach bogatszych fundusze pobierają niższe opłaty za zarządzanie oraz im mniejszy krajowy rynek funduszy inwestycyjnych, tym wyższe opłaty. Wysokość opłat uzależniona jest także od wysokości uzyskiwanych przez fundusze stóp zwrotu. Im są one wyższe, tym wyższe stają się opłaty.

Fundusze inwestycyjne konkurują z innymi funduszami tego samego typu głównie wykorzystując osiągane stopy zwrotu. Im lepsze wyniki inwestycyjne, tym większy napływ

---

<sup>19</sup> Dane zawarte w tabeli 20., podrozdział 3.4.

kapitału, który częściowo pochodzi z funduszy o niższych stopach zwrotu i innych instrumentów finansowych. Napływ kapitału trwa do momentu aż fundusz zacznie wypracowywać znacznie niższe stopy zwrotu. Ferreira i in. [2013] wykazali na przykładzie aktywnie zarządzanych funduszy akcji z 27 krajów (okres badania 1997-2007), że fundusze należące do „rodziny” osiągały wyższe stopy zwrotu niż pojedyncze fundusze.

Nanda, Wang i Zheng [2004] dowiedli, że wysokie stopy zwrotu funduszy (*star performance*<sup>20</sup>) powodują zwiększony napływ kapitałów nie tylko do nich, ale także do innych z tej samej „rodziny” funduszy (*family funds*<sup>21</sup>). Na podstawie badań struktur „rodzin” funduszy doszli do wniosku, że im więcej funduszy o odmiennych strategiach inwestycyjnych (nawet tego samego typu), zwiększa to szanse na uzyskanie *star performance*. Gaspar, Massa i Matos [2006] wykazali, że wysokodochodowe fundusze z „rodziny” (m.in. uzyskujące wysokie przychody z opłat lub z wysokimi historycznymi stopami zwrotu) osiągają *star performance* poprzez zwiększenie nakładów na nie kosztem niskodochodowych funduszy. Uzyskanie *star performance* nie tylko zwiększa przychody spółki zarządzającej, ale także zwiększa napływ kapitałów do funduszy z „rodziny”.

Pollet i Wilson [2008] oraz Nanda, Wang i Zheng [2009] zaobserwowali zwiększony napływ kapitałów do „rodziny” funduszy niż do indywidualnych i wykorzystywanie nowych środków do tworzenia kolejnych funduszy o innych strategiach inwestycyjnych od już funkcjonujących w „rodzinie”. Khorana i Servaes [1999] wykazali, że dzięki nowym funduszom nie występuje nadmierna dywersyfikacja portfeli i dodatkowo zmniejsza się ryzyko wystąpienia kanibalizmu funkcjonujących funduszy. Zwrócili uwagę także na zachowania „rodziny” funduszy, które chętnie otwierają nowe fundusze w sytuacji, gdy obecnie funkcjonujące fundusze mają zbyt wysokie aktywa (co zmniejsza ich efektywność). Do podobnych wniosków doszli Ferreira i Ramos [2009], którzy na przykładzie 26 krajów pokazali, że im bardziej konkurencyjny rynek funduszy inwestycyjnych, tym więcej funduszy o odmiennych strategiach inwestycyjnych. Z kolei Massa [1998, 2003] zwrócił uwagę na wykorzystywanie przez spółki zarządzające tworzenie nowych funduszy jako instrument konkurencyjności i jednocześnie sposobność do zwiększania udziałów w rynku.

Odnosząc powyższe rozważania dotyczące konkurencyjności funduszy inwestycyjnych do polskich funduszy nieruchomości należy stwierdzić, że towarzystwa wykorzystują

---

<sup>20</sup> Zjawisko polegające na uzyskiwaniu ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez jeden lub kilka funduszy z „rodziny”.

<sup>21</sup> Grupa funduszy działająca na rynku pod jedną nazwą, którą zazwyczaj jest nazwa firmy specjalizującej się w zarządzaniu aktywami (np. Legg Mason, Franklin Templeton). Dla polskich funduszy – „rodzina” funduszy oznacza wszystkie fundusze zarządzane przez jedno towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

fundusze nieruchomościowe do zwrócenia uwagi inwestorów i przyciągnięcia ich środków do zarządzanych przez nich funduszy<sup>22</sup>. Ze względu na funkcjonowanie funduszy nieruchomości jako funduszy zamkniętych, napływ nowych środków kierowany jest do innych funduszy z „rodziny” (w przypadku publicznych funduszy, które nie przeprowadzają (lub sporadycznie) dodatkowych emisji certyfikatów inwestycyjnych) lub także do tych funduszy (dotyczy funduszy prywatnych i specjalistycznych).

Analizując strukturę rynku funduszy inwestycyjnych można stwierdzić, że towarzystwa wykorzystują fundusze nieruchomości do zwiększenia i utrzymania udziałów w rynku. Z dziesięciu największych towarzystw aż sześć zarządza przynajmniej jednym funduszem nieruchomościowym<sup>23</sup>. Jak również wykorzystują te fundusze do zaspokojenia potrzeb inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych.

\* \* \*

Determinanty mikroekonomiczne odgrywają ważną rolę w działalności funduszy nieruchomości. Realizowane strategie inwestycyjne wpływają na poziom ryzyka inwestycyjnego oraz wpływają na wybór źródeł finansowania bieżącej działalności funduszy nieruchomości. Wpływają także na skład portfeli inwestycyjnych oraz poziom i rodzaj dywersyfikacji lokat.

Z kolei na podstawie historycznych stóp zwrotu dokonuje się oceny efektywności działalności funduszy nieruchomości. Wysokość przeszłych stóp zwrotu wpływa na przepływy kapitałów w funduszach nieruchomości oraz przyczynia się do napływu lub odpływu kapitałów z innych funduszy zarządzanych przez to samo TFI.

Na wysokość stóp zwrotu funduszy nieruchomości bezpośredni wpływ mają koszty i opłaty obciążające aktywa netto. Koszty związane z inwestowaniem w fundusze jest niezauważalna przez większość inwestorów z powodu uwzględniania ich w okresowych wycenach WAN i braku możliwości ich usunięcia. Niewątpliwie, im niższy poziom kosztów, tym mniejszy spadek wartości aktywów netto i tym samym wyższe stopy zwrotu lub mniejsze obniżenie wartości.

Natomiast określenie zależności między stopami zwrotu funduszy nieruchomości a wielkością aktywów netto i czasem funkcjonowania należy rozpatrywać uwzględniając konstrukcje prawne funduszy. Inaczej reagują fundusze otwarte oraz zamknięte, które tworzone

---

<sup>22</sup> Khorana i Servaes [2011] wykazali, że wysoki poziom innowacyjności zwiększa udziały w rynku i zwraca uwagę inwestorów przez dłuższy okres.

<sup>23</sup> Patrz tabela 11, rozdział 2.2.

są na czas nieokreślony, i inaczej fundusze zamknięte z wyznaczonym terminem zakończenia działalności.

Ostatnia badana determinanta mikroekonomiczna (konkurencyjność innych instrumentów finansowych) charakteryzuje się pośrednim wpływem na rynki funduszy nieruchomości.

W rozdziale trzecim scharakteryzowano oddziaływanie determinant makroekonomicznych na działalność funduszy nieruchomości. Natomiast w rozdziale czwartym przedstawiono oddziaływanie determinant mikroekonomicznych. W kolejnym rozdziale dokonana zostanie analiza wpływu zidentyfikowanych determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce.



## **Rozdział 5**

### **Analiza wpływu determinant ekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w latach 2004-2012**

W poprzednich rozdziałach zostały przedstawione ogólne zasady działania amerykańskich i europejskich funduszy nieruchomości oraz zidentyfikowano najważniejsze determinanty ekonomiczne, które wpływają na rynki funduszy nieruchomości. Zasadne jest sprawdzenie, czy zidentyfikowane determinanty o charakterze ekonomicznym także wpływają na funkcjonowanie polskich funduszy nieruchomości.

Polski rynek funduszy nieruchomości pomimo krótkiej historii i znajdowania się wciąż w fazie rozwoju, strukturą przedmiotową zbliżony jest do rynków rozwiniętych. Świadczy o tym funkcjonowanie funduszy nieruchomości kierowanych do różnych grup inwestorów i realizowanie różnorodnych strategii inwestycyjnych. Mając powyższe na uwadze, zasadne jest wykorzystanie wybranych determinant makro- i mikroekonomicznych do określenia ich zależności z polskim rynkiem funduszy nieruchomości. Pamiętać należy, że wpływ determinant ekonomicznych uzależniony jest od krajowych warunków gospodarczych, co powoduje występowanie różnic w kierunku i sile oddziaływania.

Badanie wpływu determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu polskich publicznych funduszy nieruchomości oparte jest na badaniu zależności przyczynowych w sensie Grangera, analizie wpływu determinant na stopy zwrotu i oceny skuteczności zarządzania funduszami z wykorzystaniem analizy finansowej. Badanie podzielono na sześć etapów, w których realizowano cele cząstkowe, pozwalające na zrealizowanie celu głównego rozprawy, czyli weryfikację hipotezy o największym wpływie sposobu realizacji strategii inwestycyjnej przez zarządzających na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości.

#### **5.1. Etapy i zakres badania**

##### **Etapy badania**

W pierwszym etapie scharakteryzowano ogólne zasady działania funduszy nieruchomości na amerykańskim i europejskich rynkach. Następnie na podstawie badań literatury zidentyfikowano determinanty ekonomiczne wpływające na stopy zwrotu funduszy nieruchomości. Wyróżniono grupę determinant makro- i mikroekonomicznych. W tym etapie szczególną uwagę zwrócono na zależność między konstrukcją prawną funduszy nieruchomości i determinant ekonomicznych.

Drugi etap obejmuje scharakteryzowanie ram prawnych funkcjonowania polskiego rynku funduszy nieruchomości oraz przedstawienie funduszy nieruchomości na tle całego rynku funduszy inwestycyjnych. Uwagę zwrócono także na różnice między publicznymi funduszami nieruchomości a prywatnymi i specjalistycznymi. Etap ten zamyka wybór i opis grupy badawczej funduszy – rok powstania, planowany okres funkcjonowania, główne założenia strategii inwestycyjnych i poziom zaawansowania ich realizacji i wielkość aktywów netto.

W trzecim etapie, opierając się na wynikach z pierwszego etapu, określono zależności przyczynowe w sensie Grangera między determinantami makro- i mikroekonomicznymi a wartościami zwykłych stóp zwrotu publicznych funduszy nieruchomości (analiza długo-okresowa). Uwzględniono następujące determinanty makroekonomiczne:

- poziom rozwoju (wielkość) systemu finansowego (wyrażony przez wartość aktywów pięciu największych banków oraz kapitalizację giełdy) – uwzględnienie dwóch aspektów tej determinanty wynika z różnic w oddziaływaniu systemu bankowego i rynku kapitałowego na działalność funduszy nieruchomości oraz lokowania środków przez fundusze nieruchomości w instrumenty finansowe rynku kapitałowego i bankowego,
- poziom inflacji ( $\pi$ ) – determinanta została wybrana w celu określenia własności funduszy nieruchomości, która polega na ochronie wartości w długim horyzoncie powierzonych przez inwestorów środków,
- poziom zamożności społeczeństwa (wyrażony przez PKB *per capita*) – doświadczenia rozwiniętych rynków wykazują, że ze wzrostem zamożności społeczeństwa zwiększeniu ulegają oszczędności i sposoby lokowania środków,
- wzrost gospodarczy (wyrażony przez PKB) – jedna z najważniejszych determinant wpływających na rynki funduszy nieruchomości, niezależnie od ich stopnia rozwoju. W każdym kraju fundusze nieruchomości prowadzą działalność gospodarczą, która wrażliwa jest na zmiany ogólnogospodarcze, które wyrażane są w zmianach poziomu PKB.

Celowo pominięto poziom rozwoju rynku nieruchomości, ze względu na ograniczony wpływ tej determinanty na stopy zwrotu funduszy nieruchomości, co zostało wykazane w rozdziale 3.

Spośród determinant o charakterze mikroekonomicznym wykorzystano:

- logarytm naturalny WAN ( $\ln WAN$ ) dla pokazania dynamiki zmian wartości aktywów w kolejnych okresach,
- wysokość kosztów, które zostały obliczone jako relacja kosztów do WAN,

- logarytm naturalny czasu funkcjonowania ( $\ln w_{iek}$ ), który określa długość funkcjonowania funduszy nieruchomości; przy czym za pierwszy miesiąc działalności funduszy przyjęto miesiąc otwarcia ksiąg rachunkowych funduszy.

Zrezygnowano z analizy wielkości napływu kapitału, który w odniesieniu do funduszy zamkniętych równy jest wartości zakupionych certyfikatów inwestycyjnych z dodatkowych emisji oraz wykupionych certyfikatów inwestycyjnych. Badane fundusze nieruchomości nie przeprowadzały dodatkowych emisji certyfikatów, a zmniejszenie kapitałów z tytułu wykupienia certyfikatów dotyczy tylko dwóch funduszy.

Następny etap (czwarty) poświęcony jest określeniu siły i kierunku wpływu determinant makro- i mikroekonomicznych na zwykłe stopy zwrotu funduszy nieruchomości. Wybrano kwartalne opóźnienie zmiennych, aby pokazać oddziaływanie w krótkim okresie (wybrany okres pokrywa się także z częstotliwością dokonywania wycen wartości aktywów netto przypadających na certyfikat inwestycyjny). W tej części badania wykorzystano regresje liniowe, w których zmiennymi objaśnianymi były stopy zwrotu funduszy nieruchomości i zmiennymi objaśniającymi te same determinanty makro- i mikroekonomiczne co w poprzednim etapie.

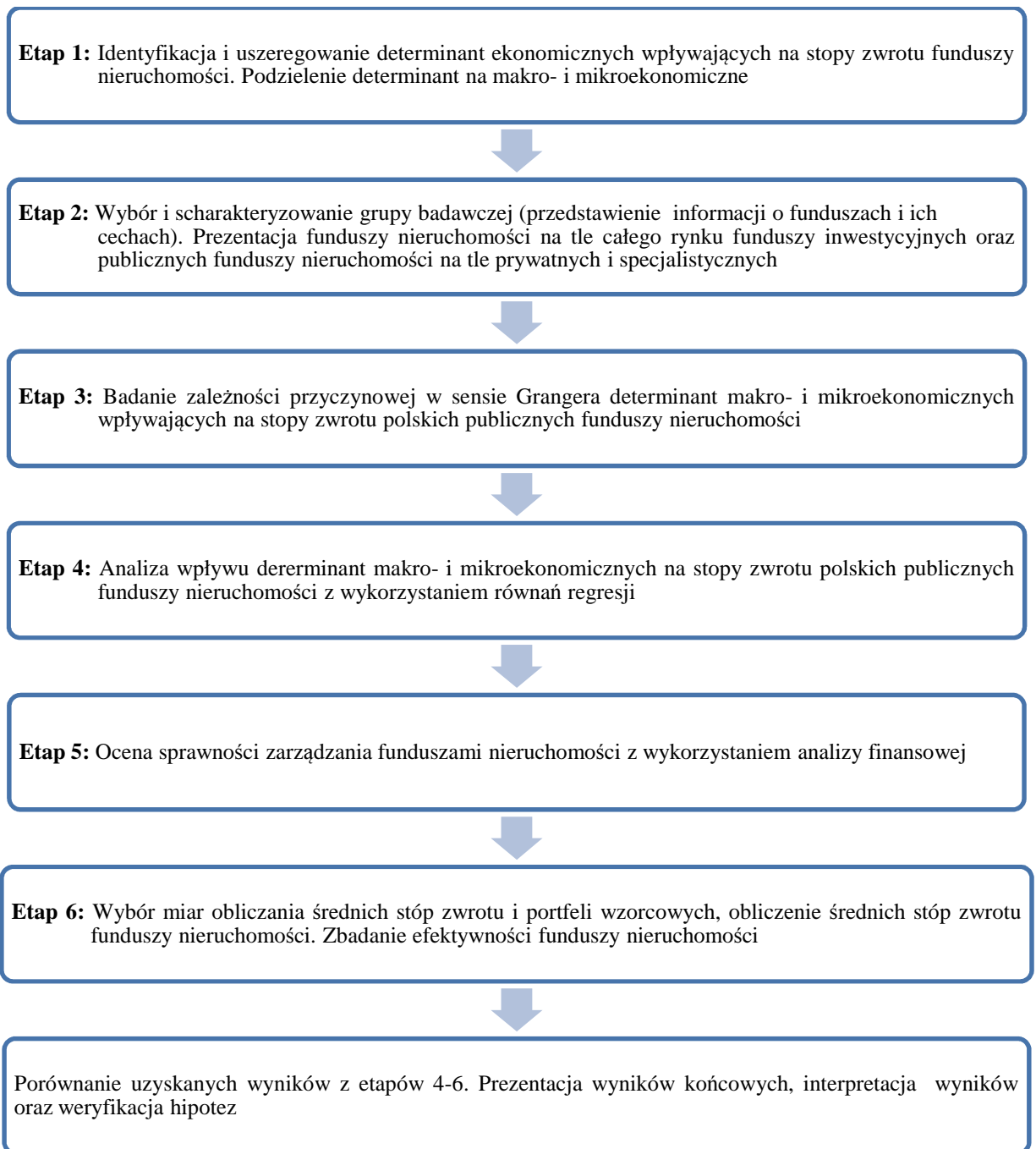
Kolejnym krokiem była redukcja zmiennych objaśniających aż do uzyskania równania regresji ze zmiennymi statystycznie istotnymi.

W etapie piątym przeprowadzono badanie skuteczności zarządzania funduszami nieruchomości przez zarządzających wykorzystując analizę finansową. Celem tego etapu była ocena realizacji strategii inwestycyjnych przez zarządzających z poziomu zarządzania posiadanymi lokatami i ponoszonych kosztów.

W ostatnim etapie (szóstym) przeprowadzono badanie efektywności funduszy nieruchomości. Na wstępie przedstawiono miary stóp zwrotu, które zostały wykorzystane do tego celu. Wyboru miar dokonano w oparciu o rodzaj ryzyka i specyfikę działalności polskich funduszy nieruchomości. Na koniec przedstawiono portfele wzorcowe i obliczono średnie stopy zwrotu badanych funduszy nieruchomości wykorzystując wybrane wcześniej wskaźniki.

Badanie zamyka prezentacja i interpretacja wyników oraz przedstawienie wniosków.

Przebieg procedury badawczej przedstawiono na schemacie 6.



### **Schemat 6. Procedura badawcza**

Źródło: opracowanie własne.

## Zakres badania

Próba badawcza obejmuje fundusze inwestycyjne lokujące minimum 80% wartości aktywów netto w instrumenty finansowe związane z rynkiem nieruchomości. Uwzględniono fundusze, które:

- były zarejestrowane w Rzeczypospolitej Polskiej i funkcjonowały zgodnie z Ustawą z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych,
- były funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, których strategie inwestycyjne zakładały lokowanie aktywów na rynku nieruchomości w sposób bezpośredni i pośredni,
- klasyfikowane były przez IZFiA jako fundusze nieruchomości,
- skierowane były do szerokiego kręgu inwestorów,
- funkcjonowały powyżej roku, co związane jest z uniknięciem zbyt krótkich szeregów czasowych (wymóg ten wyeliminował fundusz WI Inwestycje Rolne, który działa od lutego 2012 r.)<sup>1</sup>.

W oparciu o powyższe wytyczne wytypowano osiem funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez sześć różnych towarzystw (tabela 21.). Sześć funduszy było funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, w tym pięć realizuje styl klasyczny i jeden styl agresywny. Pozostałe fundusze funkcjonują jako fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych, z czego jeden realizuje styl klasyczny i drugi styl agresywny.

**Tabela 21. Fundusze nieruchomości uwzględnione w badaniu**

Fundusz	Rodzaj	TFI	Styl inwestycyjny
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	fundusz inwestycyjny zamknięty	Arka	klasyczny
Skarbiec Rynku Nieruchomości	fundusz inwestycyjny zamknięty	Skarbiec	klasyczny
BPH Sektora Nieruchomości	fundusz inwestycyjny zamknięty	BPH	klasyczny
Arka Rynku Nieruchomości 2	fundusz inwestycyjny zamknięty	Arka	klasyczny
BPH Sektora Nieruchomości 2	fundusz inwestycyjny zamknięty	BPH	klasyczny
Opera Terra	fundusz inwestycyjny zamknięty	Opera	agresywny
Investor Property	fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych	Investors	agresywny
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych	Ipopema	klasyczny

Źródło: opracowanie własne.

<sup>1</sup> W badaniu nie został uwzględniony fundusz Skarbiec Rynku Mieszkaniowego FIZ ze względu na niedostępność sprawozdań finansowych za cały okres funkcjonowania funduszu.

W tabeli 22. przedstawiono charakterystykę publicznych funduszy nieruchomości, które poddano badaniu. Najwyższą wartością aktywów netto zarządza Arka Fundusz Rynku Nieruchomości (ponad 443 mln zł). Wynik tego funduszu nie jest zaskoczeniem uwzględniając fakt, że jest to najdłużej działający fundusz nieruchomości w Polsce (102 miesiące). Średnia wielkość kosztów i opłat za zarządzanie jest nieznacznie wyższa (0,5%) od średniej dla wszystkich funduszy (odpowiednio 4,2% i 2,6%). Najkrócej działającym funduszem jest Ipopema Rynku Mieszkaniowego (25 miesięcy). Z kolei najniższą wartość aktywów netto zarządza dwukrotnie dłużej działający fundusz Opera Terra (niecałe cztery mln zł). Jednocześnie jest to fundusz z najwyższymi kosztami (aż 7,7%) i pobierający najwyższe opłaty za wynagrodzenie (3,7%).

Uwzględniając politykę inwestycyjną badanych funduszy można podzielić je na dwie grupy:

- zdywersyfikowane – portfel lokat składał się z nieruchomości o różnych funkcjach, w szczególności obiekty biurowe, handlowe i mieszkaniowe; strategia inwestycyjna realizowana przez cztery funduszy (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości, Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i BPH Sektora Nieruchomości 2),
- niezdywersyfikowane, w tym:
  - skupione na segmencie mieszkaniowym rynku nieruchomości – strategia realizowana przez dwa fundusze (Skarbiec Rynku Nieruchomości i Ipopema Rynku Mieszkaniowego),
  - inwestujące w akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości – realizowana przez Opera Terra i Investor Property.

**Tabela 22. Informacje o badanych funduszach nieruchomości (grudzień 2012 r.)**

Fundusz	TFI	Rok rejestracji	Planowany okres likwidacji	Czas funkcjonowania (m-ce)	Okres badawczy	Średnia WAN (mln zł)	Średnia wielkość kosztów (%)	Średnia wysokość wynagrodzenia za zarządzanie (%)	Etap
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	BZ WBK	2004	2014 (wcześniejszy zakładano 2012)	102	09.07.2004 r. – 31.12.2012 r.	443,94	4,7	3,2	w trakcie likwidacji
Skarbiec Rynku Nieruchomości	Skarbiec	2004	2014	98	1.01.2007 r. – 31.12.2012 r. <sup>1</sup>	90,88	2,8	2,3	przed likwidacją
BPH Sektora Nieruchomości	BPH	2005	2015 (wcześniejszy zakładano 2013)	89	5.08.2005 r. – 31.12.2012 r.	382,54	3,6	2,4	w trakcie likwidacji
Arka Rynku Nieruchomości 2	BZ WBK	2008	2015	54	14.07.2008 r. – 31.12.2012 r.	236,98	2,6	2,0	zakończona budowa portfela
BPH Sektora Nieruchomości 2	BPH	2008	nieokreślony	54	23.07.2008 r. – 31.12.2012 r.	88,37	4,9	1,9	zakończona budowa portfela
Opera Terra	Opera	2008	2014	53	28.08.2008 r. – 31.12.2012 r.	3,99	7,7	3,7	przed likwidacją

cd. tabeli 22.

Fundusz	TFI	Rok rejestracji	Planowany okres likwidacji	Czas funkcjonowania (m-ce)	Okres badawczy	Średnia WAN (mln zł)	Średnia wielkość kosztów (%)	Średnia wysokość wynagrodzenia za zarządzanie (%)	Etap
Investor Property	Investors	2010	2017	29	10.08.2010 r. – 31.12.2012 r.	12,79	4,4	3,0	zakończona budowa portfela
Ipopema Rynku Mieszkanowego	Ipopema	2010	2015 (wcześniej zakładano 2014)	25	14.12.2010 r. – 31.12.2012 r.	57,54	2,5	2,3	zakończona budowa portfela

<sup>1</sup> okres badawczy nie pokrywa się z czasem funkcjonowania funduszu ze względu na wykorzystanie indeksu cen nieruchomości, który obejmuje okres 2007-2012.

Źródło: opracowanie własne



Porównując próbę badawczą do całego rynku funduszy inwestycyjnych można zauważyć, że w okresie 2004-2012 badane publiczne fundusze nieruchomości stanowiły 27% wszystkich funduszy nieruchomości oraz zarządzały aktywami netto stanowiącymi 30% wszystkich funduszy nieruchomości. W odniesieniu do całego rynku funduszy inwestycyjnych:

- badane fundusze stanowiły 1% wszystkich funduszy i subfunduszy oraz 1,5% funduszy zamkniętych,
- WAN funduszy nieruchomości wynosił 0,6% aktywów całego rynku funduszy inwestycyjnych oraz 1,7% aktywów funduszy zamkniętych<sup>2</sup>,
- fundusze nieruchomości obciążają aktywa kosztami wyższymi o 1 p.p. od średniej dla całego rynku i funduszy zamkniętych oraz opłaty za zarządzanie są wyższe o 0,4 p.p. od średniej dla całego rynku i o 1 p.p. od średniej wartości opłaty pobieranej przez fundusze zamknięte.

W badaniu wykorzystano następujące informacje:

- kwartalne wartości aktywów netto na certyfikat,
- procentowy udział kosztów funduszy w średniej wartości aktywów netto,
- wybrane dane finansowe ze sprawozdań finansowych niezbędne do oceny sprawności zarządzania funduszami,
- kwartalne średnie wartości PKB, PKB *per capita* i poziomu inflacji,
- kwartalne wartości aktywów pięciu największych banków oraz kwartalną wartość kapitalizacji giełdy,
- kwartalne średnie wartości stopy referencyjnej (jako instrument finansowy wolny od ryzyka),
- ceny transakcyjne z pierwotnego rynku nieruchomości mieszkalnych do zbudowania portfela wzorcowego.

W trakcie okresu badawczego żaden z funduszy nie zmienił rodzaju ani strategii inwestycyjnej, jak również nie został zlikwidowany przed planowanym czasem zakończenia działalności. Dodatkowo historyczne stopy zwrotu obliczone są na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych, co powoduje niewystępowanie efektu historycznych stóp zwrotu.

---

<sup>2</sup> Bez FIZAN, obliczenia na podstawie danych GUS.

Okres funkcjonowania funduszy nieruchomości wyznacza zakres czasowy badania, który obejmuje okres 2004-2012 – od momentu pierwszej wyceny certyfikatu inwestycyjnego pierwszego funduszu nieruchomości (koniec trzeciego kwartału 2004 r.) do ostatniego roku sprawozdawczego (koniec czwartego kwartału 2012 r.).

Wybór okresu badania wynika z chęci ukazania zachowań zarządzających w różnych etapach funkcjonowania funduszy – dwa fundusze rozpoczęły likwidację, dwa przygotowują się do likwidacji, trzy dopiero zakończyły budowanie docelowego portfela i dwa znajdują się jeszcze na etapie wyboru lokat. Nie przeprowadzono rocznych analiz ze względu na zbyt krótkie szeregi czasowe.

W dalszych analizach wykorzystano zwykłe stopy zwrotu (nieważone ryzykiem), które wyrażają procentową zmianę wartości aktywów netto na certyfikat inwestycyjny z uwzględnieniem wypłaconych dywidend. Do obliczenia zwykłych stóp zwrotu funduszy nieruchomości wykorzystano logarymiczną stopę zwrotu<sup>3</sup> obliczaną według następującego wzoru:

$$R_t = \ln\left(\frac{WAN_t + D_t}{WAN_{t-1}}\right), \quad (5)$$

gdzie:

$R_t$  – logarymiczna stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego w okresie  $t$ ,

$WAN_t$  – wartość aktywów netto na certyfikat inwestycyjny w okresie  $t$ ,

$WAN_{t-1}$  – wartość aktywów netto na certyfikat inwestycyjny w okresie  $t-1$ ,

$D_t$  – wartość wypłaconej dywidendy na certyfikat inwestycyjny.

W przypadku większości funduszy (sześć z dziewięciu) stopy zwrotu charakteryzowały się prawostronną asymetrią, zaś pozostałe – lewostronną (tabela 23.). Oznacza to, że występowało więcej dodatnich niż ujemnych stóp zwrotu w szeregach czasowych. Na podstawie wartości kurtozy wywnioskowano, że w przypadku wszystkich funduszy nieruchomości rozkład stóp zwrotu charakteryzuje się mniejszą koncentracją wokół średniej w porównaniu do rozkładu normalnego. Dalsze badania zgodności z rozkładem normalnym, w których wykorzystano test Jarque'a-Bery, nie pozwalają na odrzucenie hipotezy o normalności rozkładu<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Logarymiczna stopa zwrotu w przeciwieństwie do zwykłej zakłada kapitalizację ciągłą i ma charakter addytywny, co pozwala na wykorzystanie rozkładu normalnego [Tarczyński, Witkowska i Kompa 2013, s. 27].

<sup>4</sup> Brak normalności rozkładu może wpłynąć na obniżenie efektywności inwestycji, która oceniana jest na podstawie wartości mierników takich jak wskaźnik Sharpe'a czy Treynora [Tarczyński, Witkowska i Kompa 2013, s. 34].

**Tabela 23. Statystyki opisowe stóp zwrotu funduszy nieruchomości**

Fundusz	R	R'	Me	Min	Max	S	A	K
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	0,006	0,227	0,006	-0,141	0,157	0,054	0,223	1,710
Arka BZ WBK Rynku Nieruchomości 2	0,005	0,059	0,006	-0,090	0,064	0,037	-0,740	0,894
BPH Sektora Nieruchomości	0,001	0,028	0,004	-0,127	0,137	0,064	0,124	-0,298
BPH Sektora Nieruchomości 2	0,021	0,449	0,010	-0,022	0,093	0,034	1,201	0,280
Investor Property	0,001	0,009	0,006	-0,060	0,027	0,027	-1,256	0,566
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	0,015	0,145	0,008	-0,034	0,054	0,019	0,863	-0,346
Opera Terra	0,001	0,022	0,000	-0,175	0,199	0,080	0,168	1,206
Skarbiec Rynku Nieruchomości	0,005	0,161	0,009	-0,087	0,098	0,041	0,009	0,482

R – logarytmiczna średniokwartalna stopa zwrotu, R' – prosta stopa zwrotu od początku działalności funduszu do końca 2012 r., Me – mediana, Min – wartość minimalna, Max – wartość maksymalna, S – odchylenie standardowe, A – skośność, K – kurtoza.

Źródło: opracowanie własne.

## 5.2. Analiza zależności przyczynowych w sensie Grangera

Z zależnością przyczynową w sensie Grangera mamy doczynienia, gdy zmienna  $x$  jest przyczyną zmiennej  $y$  (oznaczane jako  $x \rightarrow y$ ), jeśli bieżące wartości zmiennej  $y$  można prognozować z większą dokładnością przez historyczne wartości zmiennej  $x$  niż bez ich pomocy, przy zasadzie *ceteris paribus* [Kusideł 2000, s. 28].

Procedura testu przyczynowości w sensie Grangera oparta jest na modelach wektorowej autoregresji (VAR). W badaniu wykorzystano procedurę testu Grangera zaproponowaną przez Charemę i Deadmana [1997], która składa się z następujących kroków:

- sprawdzenia stacjonarności danych,
- ustalenia rzędu opóźnień,
- oszacowania parametrów modeli,
- zbadania własności reszt modelu.

Do przeprowadzenia testów przyczynowości w sensie Grangera wykorzystano program GRETL [2013].

Do sprawdzenia stacjonarności danych można użyć m.in. rozszerzony test Dickeya-Fullera (ADF). W przypadku występowania niestacjonarnych danych można wykorzystać pierwsze różnice zmiennej ( $\Delta y_t$ ). Test ADF bazuje na oszacowaniu równania:

$$\Delta y_t = \mu + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta y_{t-i} + \epsilon_t, \quad (6)$$

gdzie:

$\Delta y_t$  – pierwsze różnice zmiennej objaśnianej,

$\delta$  – parametr modelu (wartości niezerowe),

$p$  – rząd opóźnienia zmiennej,

$\epsilon_t$  – składniki losowe.

Wykorzystując statystykę testową DF weryfikuje się hipotezę zerową o braku stacjonarności i hipotezę alternatywną o istnieniu stacjonarności:  $H_0: \delta_1 = 0$ ;  $H_1: \delta < 0$ . Statystyka DF ma postać:

$$DF = \frac{\hat{\delta}}{S(\delta)}, \quad (7)$$

gdzie:

$\hat{\delta}$  – ocena parametru z równania 6. oszacowanego klasyczną metodą najmniejszych kwadratów,

$S(\delta)$  – średni błąd szacunku parametru  $\delta$ .

W celu ustalenia rzędu opóźnień zmiennych wykorzystano kryterium informacyjne Schwartza (SBC), którego statystyka ma postać:

$$SBC_l = l(\tilde{\theta}) - \frac{1}{2}k \log T, \quad (8)$$

gdzie:

$l_T(\tilde{\theta})$  – maksymalna wartość logarytmu funkcji wiarygodności modelu, w którym  $\tilde{\theta}$  jest estymatorem największej wiarygodności,

$k$  – liczba szacowanych parametrów,

$T$  – liczba obserwacji.

Wyznaczenie rzędu opóźnienia determinuje budowę modeli, które będą estymowane. Szacuje się dwa modele – jeden bez zmiennych objaśniających opóźnionych (wzór 9.) i drugi ze wszystkimi zmiennymi (wzór 10.). Ogólnie modele wyglądają następująco:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + e_t, \quad (9)$$

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_p x_{t-p} + \mu_t, \quad (10)$$

gdzie:

$y_t$  – zmienna objaśniana,

$\alpha_0$  – wyraz wolny,

$\alpha_p, \beta_p$  – parametry modelu (wartości niezerowe),

$x_t$  – zmienna objaśniająca,

$e_t, \mu_t$  – składniki losowe.

Weryfikacji poddaje się hipotezy:  $H_0: \beta_1 = \dots = \beta_p = 0$ ;  $H_1: \beta_1 \neq 0 \vee \dots \vee \beta_p \neq 0$ . Statystyką do testowania przyczynowości jest statystyka F.

Ostatnim krokiem jest sprawdzenie, czy reszty modelu charakteryzują się rozkładem normalnym, brakiem autokorelacji oraz czy są heteroskedastyczne.

Analizie poddano występowanie związków przyczynowych w sensie Grangera pomiędzy determinantami makro- i mikroekonomicznymi a zwykłymi stopami zwrotu publicznych funduszy nieruchomości. Do analizy wybrano determinanty charakterystyczne dla różnych elementów otoczenia funduszy nieruchomości. Są to:

- determinanty makroekonomiczne:
  - kapitalizacja giełdy (kapitalizacja),
  - aktywa pięciu największych banków (banki, aktywa banków),
  - poziom inflacji ( $\pi$ ),
  - PKB,
  - PKB *per capita*,
- determinanty mikroekonomiczne:
  - wysokość kosztów jako odsetek aktywów netto (koszty),
  - logarytm naturalny wartość aktywów netto (*lnWAN*),
  - czas funkcjonowania mierzony jako logarytm naturalny liczby miesięcy działania funduszy (*lnwiek*).

Test przyczynowości w sensie Grangera przeprowadzono dla determinant makro- i mikroekonomicznych oddzielnie. Pierwsze analizie poddane zostały determinanty makroekonomiczne, następnie mikroekonomiczne. Przeprowadzenie badania w dwóch krokach było podyktowane utrzymaniem czytelności wywodu.

Test przyczynowości w sensie Grangera wymaga, aby zmienne były stacjonarne. Stacjonarność zmiennych określono na podstawie testu ADF. Przy poziomie istotności  $\alpha=0,10$  nie było podstaw do odrzucenia hipotezy o braku stacjonarności zmiennych makroekonomicznych. Wszystkie szeregi czasowe okazały się niestacjonarne. Do dalszych badań wykorzystano pierwsze przyrosty zmiennych ( $\Delta x = x_t - x_{t-1}$ ), które wykazały stacjonarność. Następnie ustalono rzędy opóźnień dla modeli kierując się kryterium informacyjnym Schwarz (SBC). Z badania wykluczono fundusz Ipopema Rynku Mieszkaniowego ze względu na brak

możliwości ustalenia rzędu opóźnienia i właściwości reszt szacowanych równań regresji, co wynika z niewystarczającej długości szeregu czasowego.

Wyniki badania stacjonarności zmiennych i rzędów opóźnień przedstawiono w tabeli 24. Prawie we wszystkich przypadkach uzyskano stacjonarne dane. Poziom inflacji i  $\Delta$ poziom inflacji były niestacjonarne w przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH Sektora Nieruchomości 2, Opery Terra i Investor Property. Dla ostatniego funduszu niestacjonarność wykazała także zmienna kapitalizacja giełdy i jej pierwsze przyrosty.

**Tabela 24. Wyniki testów stacjonarności i rzędu opóźnienia dla zmiennych makroekonomicznych**

Zmienna	Arka Fundusz Rynku Nieruchomości		Skarbiec Rynku Nieruchomości		BPH Sektora Nieruchomości		Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	
	Wartość $p$	p	Wartość $p$	p	Wartość $p$	p	Wartość $p$	p
$\Delta$ Stopa zwrotu	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	-	<b>0,005</b>	-
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	<b>0,039</b>	1	<b>0,039</b>	1	<b>0,046</b>	2	<b>0,044</b>	3
$\Delta$ Aktywa banków	<b>0,000</b>	1	<b>0,000</b>	1	<b>0,001</b>	2	<b>0,000</b>	3
$\Delta$ Poziom inflacji	<b>0,010</b>	1	<b>0,010</b>	1	<b>0,014</b>	2	0,179	-
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	<b>0,000</b>	4	<b>0,005</b>	4	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	4
$\Delta$ PKB	<b>0,005</b>	1	<b>0,000</b>	1	<b>0,016</b>	3	<b>0,069</b>	4
Zmienna	BPH Sektora Nieruchomości 2		Opera Terra		Investor Property			
	Wartość $p$	p	Wartość $p$	p	Wartość $p$	p		
$\Delta$ Stopa zwrotu	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>		<b>0,018</b>	-		
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	<b>0,044</b>	4	<b>0,044</b>	4	0,231	-		
$\Delta$ Aktywa banków	<b>0,000</b>	1	<b>0,000</b>	1	<b>0,045</b>	1		
$\Delta$ Poziom inflacji	0,179	-	0,179	-	0,669	-		
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	3	<b>0,006</b>	1		
$\Delta$ PKB	<b>0,069</b>	2	<b>0,069</b>	4	0,429	-		

$p$  – rząd opóźnień, dla których wartość statystyki SBC była najniższa.

$\Delta$  – pierwsze przyrosty zmiennej.

Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne przy  $\alpha=0,10$ .

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie określonych rzędów opóźnień ( $p$ ) otrzymano następujące modele teoretyczne:

$$\bullet \quad \Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_p \Delta kapitalizacja_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_p \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (11)$$

$$\bullet \quad \Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_p \Delta banki_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_p \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (12)$$

$$\bullet \quad \Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta \pi_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (13)$$

$$\bullet \quad \Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta PKB_{percapita_{t-p}} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (14)$$

$$\bullet \quad \Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta PKB_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta R_{t-p} + e_t. \quad (15)$$

W tabeli 25. przedstawiono wyniki estymacji modeli klasyczną metodą najmniejszych kwadratów, które przeprowadzono w programie GRETL [2013]. Prezentacje ograniczono do przedstawienia wartości dla wyrazów wolnych, pierwszych parametrów dla zmiennych objaśniających ( $\beta_1$ ) oraz pierwszych opóźnień zmiennej objaśnianej ( $\alpha_1$ ). Dodatkowo zawarto wartość statystyki Grangera (statystyka G) oraz informacje o spełnieniu warunków przez reszty modeli<sup>5</sup>, tj. nie wykazują autokorelacji rzędu  $k = p$ <sup>6</sup>, mają rozkład normalny<sup>7</sup> i są heteroskedastyczne<sup>8</sup>. W przypadku niespełnienia warunków przez reszty estymowanych modeli na wyznaczonym przez kryterium SBC poziomie opóźnienia zwiększano go o jeden (maksymalnie do czwartego).

Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne testu przyczynowości w sensie Grangera (statystyka G) przy  $\alpha=0,10$ , czyli odrzucenie hipotezy zerowej (brak zależności przyczynowej) na rzecz hipotezy alternatywnej (istnienie zależności przyczynowej).

---

<sup>5</sup> Dokładne wartości testów przedstawiono w aneksie.

<sup>6</sup> Wykorzystano test mnożnika Lagrange'a.

<sup>7</sup> Wykorzystano test Jarque-Bera.

<sup>8</sup> Wykorzystano test White'a i Breuscha-Pagana.

Tabela 25. Wyniki testu przyczynowości Grangera (determinanty makroekonomiczne)

Przyczyna → R	$\beta_0$	Błąd	Wartość p	$\beta_1$	Błąd	Wartość p	$\alpha_1$	Błąd	Wartość p	Wartość statystyki G	Spełnienie warunków
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości											
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	-0,004	0,010	0,694	0,000	0,000	0,554	-0,403	0,174	0,028	0,392	nie
$\Delta$ Aktywa banków	0,007	0,012	0,554	0,000	0,000	0,182	-0,387	0,168	0,029	1,944	nie
$\Delta$ Poziom inflacji	-0,003	0,010	0,758	0,010	0,017	0,557	-0,369	0,177	0,046	0,391	tak
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	0,014	0,044	0,749	0,000	0,000	0,745	0,000	0,000	0,430	5,763	tak
$\Delta$ PKB	-0,004	0,010	0,667	0,037	0,013	0,010	-0,712	0,221	0,005	<b>9,011</b>	tak
Skarbiec Rynku Nieruchomości											
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	-0,002	0,006	0,728	0,000	0,000	0,325	-0,777	0,128	0,000	1,075	tak
$\Delta$ Aktywa banków	0,000	0,008	0,969	0,000	0,000	0,879	-0,748	0,128	0,000	0,026	tak
$\Delta$ Poziom inflacji	-0,001	0,006	0,858	0,007	0,011	0,523	-0,742	0,127	0,000	0,456	tak
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	-0,009	0,028	0,743	0,000	0,000	0,554	0,000	0,000	0,862	3,555	tak
$\Delta$ PKB	0,000	0,006	0,963	0,016	0,006	0,015	-0,742	0,114	0,000	<b>6,004</b>	tak
BPH Sektora Nieruchomości											
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	-0,006	0,016	0,697	0,000	0,000	0,404	0,000	0,000	0,759	2,092	tak
$\Delta$ Aktywa banków	0,017	0,024	0,477	0,000	0,000	0,737	0,000	0,000	0,247	1,956	tak
$\Delta$ Poziom inflacji	-0,004	0,015	0,814	-0,021	0,027	0,441	0,033	0,026	0,229	-3,362	tak
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	0,015	0,066	0,825	0,000	0,000	0,777	0,000	0,000	0,657	-2,081	tak
$\Delta$ PKB	-0,009	0,014	0,531	-0,036	0,017	0,049	0,024	0,017	0,184	<b>7,912</b>	tak
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2											
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	-0,013	0,014	0,370	0,000	0,000	0,491	0,000	0,000	0,520	2,029	tak
$\Delta$ Aktywa banków	-0,007	0,023	0,780	0,000	0,000	0,587	0,000	0,000	0,657	1,056	tak
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	0,014	0,052	0,793	0,000	0,000	0,636	0,000	0,000	0,471	5,292	nie
$\Delta$ PKB	-0,018	0,009	0,121	0,043	0,017	0,059	0,010	0,016	0,557	<b>10,088</b>	nie



cd. tabeli 25.

Przyczyna → R	$\beta_0$	Błąd	Wartość p	$\beta_1$	Błąd	Wartość p	$\alpha_1$	Błąd	Wartość p	Wartość statystyki G	Spełnienie warunków
BPH Sektora Nieruchomości 2											
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	-0,007	0,011	0,564	0,000	0,000	0,210	0,000	0,000	0,547	7,537	nie
$\Delta$ Aktywa banków	0,012	0,013	0,374	0,000	0,000	0,087	-0,592	0,204	0,012	<b>3,336</b>	nie
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	0,039	0,049	0,471	0,000	0,000	0,499	0,000	0,000	0,480	6,466	tak
$\Delta$ PKB	0,004	0,009	0,628	0,002	0,010	0,834	0,006	0,009	0,556	0,907	nie
Opera Terra											
$\Delta$ Kapitalizacja giełdy	-0,016	0,020	0,459	0,000	0,000	0,665	0,000	0,000	0,224	<b>10,672</b>	nie
$\Delta$ Aktywa banków	-0,021	0,031	0,511	0,000	0,000	0,261	-0,336	0,252	0,205	1,534	tak
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	-0,009	0,034	0,794	0,000	0,000	0,546	0,000	0,000	0,611	2,802	tak
$\Delta$ PKB	-0,018	0,019	0,384	-0,002	0,038	0,953	-0,074	0,030	0,068	<b>9,075</b>	nie
Investor Property											
$\Delta$ Aktywa banków	0,016	0,012	0,228	0,000	0,000	0,030	-0,659	0,245	0,043	<b>5,149</b>	tak
$\Delta$ PKB <i>per capita</i>	-0,005	0,016	0,759	0,000	0,000	0,978	-0,525	0,605	0,426	0,002	tak

$\Delta$  – pierwsze przyrosty zmiennej.

Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne przy  $\alpha=0,10$ .

Źródło: opracowanie własne.

Poziom rozwoju rynku finansowego, wyrażony w badaniu przez kapitalizację Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, jest przyczyną stóp zwrotu tylko Opery Terra, przy czym przeprowadzony test obciążony jest ryzykiem występowania autokorelacji<sup>9</sup>. W przypadku pozostałych funduszy nie wykazano zależności przyczynowej (dla Investor Property nie było możliwości przeprowadzenia testu przyczynowości oraz BPH Sektora Nieruchomości 2 reszty modelu nie miały pożądaných własności). Odrzucenie hipotezy zerowej ( *$\Delta$ kapitalizacja jest przyczyną  $\Delta R$* ) na rzecz alternatywnej ( *$\Delta$ kapitalizacja nie jest przyczyną  $\Delta R$* ) jest zgodne z przewidywaniami i wynika z braku instrumentów notowanych na GPW w Warszawie w portfelach funduszy nieruchomości. Druga determinanta aktywa pięciu największych banków w Polsce, również związana z poziomem rozwoju rynku finansowego, wykazuje zależność przyczynową w sensie Grangera tylko z wynikami inwestycyjnymi Investor Property. Wykazana zależność przyczynowa w przypadku pierwszego funduszu może wynikać z realizowanej polityki inwestycyjnej, która oparta jest na udzielaniu pożyczek podmiotom gospodarczym. Dla pozostałych funduszy nie wykazano zależności przyczynowej.

Osiągnięte rezultaty pozwalają stwierdzić, że poziom rozwoju systemu finansowego wyrażone przez kapitalizację giełdy oraz aktywa pięciu największych banków pośrednio wpływają na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości. Brak zależności przyczynowej między zmiennymi w przypadku prawie wszystkich funduszy jest zgodny z poglądem przedstawianym w literaturze. Badane fundusze nieruchomości realizują strategie inwestycyjne oparte na lokowaniu środków w obiekty o różnych przeznaczeniach, czyli instrumentach niezwiązanych z rynkiem kapitałowym. Z kolei powiązanie funduszy nieruchomości z rynkiem bankowym ogranicza się do krótkoterminowego lokowania nadwyżek pieniężnych w lokatach bankowych.

Brak zależności między systemem finansowym i funduszami nieruchomości oznacza także, że polski rynek funduszy nieruchomościowych jest ciągle w fazie rozwoju. Pomimo możliwości prawnych, towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie proponują inwestorom nowych funduszy ze strategiami inwestycyjnymi opartymi na akcjach czy instrumentach pochodnych rynku nieruchomości. Nawet zwiększenie płynności hipotecznych listów zastawnych nie spowodowało pojawienie się tych instrumentów finansowych w portfelach inwestycyjnych funduszy nieruchomości.

Badanie zależności przyczynowej między poziomem inflacji a stopami zwrotu funduszy nieruchomości ze względu na spełnienie warunku stacjonarności zmiennej zostało ograni-

---

<sup>9</sup> Ze względu na zbyt krótki szereg czasowy nie było możliwości sprawdzenia autokorelacji reszt na wymaganym czwartym poziomie. Przeprowadzone testy na poziomie pierwszym i drugim wykazały brak autokorelacji.

czony tylko do trzech najstarszych funduszy<sup>10</sup>. Wartości statystyki G nie potwierdziły istnienia zależności przyczynowej między zmiennymi. Oddziaływanie poziomu inflacji na stopy zwrotu funduszy nieruchomości jest ograniczany przez zarządzających przede wszystkim przez uwzględnianie tej zmiennej w umowach najmu nieruchomości, co zabezpiecza interesy funduszy. Z drugiej strony fundusze nieruchomości korzystają z niskiej korelacji rynku nieruchomości i poziomu inflacji. Uwagę należy zwrócić także na brak instrumentów finansowych w portfelach inwestycyjnych funduszy, które są wrażliwe na zmiany inflacji.

Poziom zamożności społeczeństwa (PKB *per capita*) również nie jest przyczyną stóp zwrotu publicznych funduszy nieruchomości. Brak oddziaływania tej determinanty na stopy zwrotu funduszy nieruchomości należy przypisać ich konstrukcji prawnej i specyfiki działalności. Fundusze nieruchomości działają jako fundusze inwestycyjne zamknięte, które przeprowadziły tylko po jednej emisji certyfikatów inwestycyjnych. W późniejszym okresie funkcjonowania zostały zamknięte dla nowych inwestorów. Dodatkowo ceny certyfikatów kształtowały się na dość niskich poziomach (od 100 zł do 1 000 zł) i były dostępne dla szerokiego grona inwestorów. Powoduje to, że oddziaływanie poziomu zamożności społeczeństwa wpływa na decyzje zarządzających o utworzeniu funduszy nieruchomości i cenie certyfikatów inwestycyjnych.

Ostatnią badaną determinantą makroekonomiczną jest wzrost gospodarczy wyrażony przez PKB. Istnienie zależności przyczynowej zostało wykazane dla trzech funduszy – Arki Fundusz Rynku Nieruchomości<sup>11</sup>, BPH Sektora Nieruchomości i Skarbca Rynku Nieruchomości. Natomiast dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i Opery Terra reszty modeli nie posiadały odpowiednich własności. W przypadku BPH Sektora Nieruchomości 2 nie wykazano istnienia zależności przyczynowej. Z kolei dla Investor Property pierwsze przyrosty PKB okazały się niestacjonarne, co uniemożliwiło przeprowadzenie testu przyczynowości.

Potwierdzenie istnienia zależności przyczynowej między wzrostem gospodarczym i stopami zwrotu funduszy nieruchomości jest zgodna z oczekiwaniami. Fundusze nieruchomości funkcjonując jako podmioty gospodarcze są wrażliwe na zmiany sytuacji ogólnogospodarczej. Wykazana zależność dla rocznego opóźnienia PKB na stopy zwrotu większości funduszy nieruchomości wynika przede wszystkim z czasochłonnych inwestycji (projekty deweloperskie prowadzone przez fundusze średnio realizowane były przez dwa lata) oraz trwającej minimum kilka miesięcy komercjalizacji posiadanych obiektów. Dodatkowo zmiany w gospodarce przekładają się na poziom pustostanów i wysokość czynszów w długim

---

<sup>10</sup> Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości.

<sup>11</sup> Zależność przyczynową wykazano dopiero przy czwartym opóźnieniu.

okresie, co z kolei odbija się w przychodach z lokat funduszy. Dodatkowo sytuacja ogólnogospodarcza wpływa na wartość obiektów, które są w posiadaniu funduszy.

W przypadku Skarbcza Rynku Nieruchomości wykazany wpływ PKB opóźnionego o jeden kwartał należy przypisać inwestowaniu przez ten fundusz w nieruchomości mieszkalne, które sprzedawane są osobom indywidualnym. Ten sektor rynku nieruchomości reaguje na zmiany w gospodarce najszybciej, co wynika z powiązania z innymi determinantami makroekonomicznymi, takimi jak poziom bezrobocia, wysokość stóp procentowych, dynamiką zmian wynagrodzeń.

Ogólnie można stwierdzić, że im wyższy i stabilniejszy poziom PKB, tym większe przychody funduszy i wyższa wartość posiadanych lokat i tym samym wyższe stopy zwrotu. I odwrotnie, spowolnienie gospodarcze przekłada się na spadek przychodów i wartości lokat, co powoduje zmniejszenie stóp zwrotu.

Obok determinant makroekonomicznych na działalność funduszy nieruchomości oddziałują determinanty o charakterze mikroekonomicznym. Analizę zależności przyczynowych determinant mikroekonomicznych i stóp zwrotu funduszy nieruchomości przeprowadzono w analogiczny sposób do badania zależności przyczynowych determinant makroekonomicznych.

Zmienne mikroekonomiczne okazały się stacjonarnymi na poziomach i pierwszych różnicach. Do dalszej analizy wybrano pierwsze różnice zmiennych, żeby zachować ciągłość z determinantami makroekonomicznymi (w przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i Skarbiec Rynku Nieruchomości zdecydowano o wykorzystaniu czasu funkcjonowania ze względu na brak stacjonarności  $\Delta \ln$ wiek). W tabeli 26. zawarto wyniki testów stacjonarności i rzędów opóźnienia dla poszczególnych zmiennych.

**Tabela 26. Wyniki testów stacjonarności i rzędu opóźnienia dla zmiennych mikroekonomicznych**

Zmienna	Arka Fundusz Rynku Nieruchomości		Skarbiec Rynku Nieruchomości		BPH Sektora Nieruchomości		Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	
	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>
$\Delta$ Stopa zwrotu	<b>0,031</b>	-	<b>0,002</b>	-	<b>0,000</b>	-	<b>0,005</b>	-
Stopa zwrotu	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	-	0,128	-
$\Delta$ Koszty	<b>0,000</b>	1	<b>0,000</b>	2	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	4
Koszty	<b>0,005</b>	-	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	-	0,566	-
$\Delta \ln$ WAN	<b>0,015</b>	2	<b>0,007</b>	2	<b>0,001</b>	3	0,107	-
$\ln$ WAN	0,523	-	0,938	-	0,306	-	0,493	-
$\Delta \ln$ wiek	0,837	-	0,898	-	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	4
$\ln$ wiek	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	4
Zmienna	BPH Sektora Nieruchomości 2		Opera Terra		Investor Property			
	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>	Wartość <i>p</i>	<i>p</i>		
$\Delta$ Stopa zwrotu	<b>0,000</b>	-	<b>0,000</b>	-	<b>0,018</b>	-		
Stopa zwrotu	<b>0,001</b>	-	<b>0,025</b>	-	0,012	-		
$\Delta$ Koszty	<b>0,006</b>	4	<b>0,000</b>	4	<b>0,099</b>	1		
Koszty	0,146	-	<b>0,003</b>	4	0,170	-		
$\Delta \ln$ WAN	<b>0,001</b>	4	<b>0,012</b>	4	0,866	-		
$\ln$ WAN	0,957	-	0,958	-	0,873	-		
$\Delta \ln$ wiek	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	3	<b>0,000</b>	1		
$\ln$ wiek	<b>0,000</b>	4	<b>0,000</b>	3	<b>0,000</b>	1		

*p* – rząd opóźnień, dla których wartość statystyki SBC była najniższa.

$\Delta$  – pierwsze przyrosty zmiennej.

Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne przy  $\alpha=0,10$ .

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 27. przedstawiono wyniki szacowania parametrów modeli determinant mikroekonomicznych i stóp zwrotu funduszy nieruchomości oraz wartość statystyki Grangera i informacje o spełnieniu warunków przez reszty modeli<sup>12</sup>. Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne testu przyczynowości w sensie Grangera (statystyka G) przy  $\alpha=0,10$ , czyli odrzucenie hipotezy zerowej (brak zależności przyczynowej) na rzecz hipotezy alternatywnej (istnienie zależności przyczynowej).

<sup>12</sup> Pełne zestawienie wartości parametrów modeli zamieszczono w aneksie.

Szacowano następujące równania regresji:

- $$\Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta \textit{koszty}_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (16a)$$

- $$R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \textit{koszty}_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j R_{t-p} + e_t, \quad (16b)$$

- $$\Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta \ln WAN_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (17)$$

- $$\Delta R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta \ln \textit{wiek}_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta R_{t-p} + e_t, \quad (18a)$$

- $$R = \beta_0 + \sum_{j=1}^p \beta_j \ln \textit{wiek}_{t-p} + \sum_{j=1}^p \alpha_j R_{t-p} + e_t. \quad (18b)$$

Tabela 27. Wyniki testu przyczynowości Grangera (determinanty mikroekonomiczne)

Przyczyna $\rightarrow$ R	$\beta_0$	Błąd	Wartość p	$\beta_1$	Błąd	Wartość p	$\alpha_1$	Błąd	Wartość p	Wartość statystyki G	Spełnienie warunków
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości											
$\Delta$ Koszty	-0,003	0,010	0,763	0,038	0,798	0,962	-0,392	0,175	0,033	0,003	tak
$\Delta \ln$ WAN	0,000	0,010	0,993	0,066	0,296	0,825	-0,441	0,283	0,132	3,732	nie
$\ln$ wiek	-1,568	2,071	0,458	80,990	73,597	0,284	-173,189	156,374	0,281	6,538	tak
Skarbiec Rynku Nieruchomości											
$\Delta$ Koszty	-0,001	0,007	0,865	-0,020	0,023	0,389	-0,038	0,024	0,122	2,951	tak
$\Delta \ln$ WAN	-0,002	0,007	0,796	-0,154	0,120	0,211	0,010	0,122	0,936	2,075	nie
$\ln$ wiek	-0,144	0,863	0,869	12,223	11,811	0,313	-23,848	21,562	0,282	<b>8,688</b>	nie
BPH Sektora Nieruchomości											
$\Delta$ Koszty	-0,001	0,011	0,951	1,713	1,747	0,342	-0,092	2,221	0,968	<b>7,912</b>	tak
$\Delta \ln$ WAN	0,001	0,014	0,956	13,568	19,201	0,488	-13,487	18,903	0,484	6,058	tak
$\ln$ wiek	-0,093	1,567	0,953	13,089	23,102	0,578	-25,498	42,309	0,555	6,643	tak
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2											
$\Delta$ Koszty	-0,029	0,015	0,113	0,471	5,685	0,938	6,873	6,301	0,337	6,619	tak
$\Delta \ln$ wiek	-1,200	0,407	0,042	437,056	184,962	0,077	-654,977	286,682	0,084	<b>10,138</b>	tak
BPH Sektora Nieruchomości 2											
$\Delta$ Koszty	0,002	0,015	0,892	-0,971	1,362	0,515	1,133	1,190	0,395	5,113	nie
$\Delta \ln$ WAN	0,021	0,019	0,336	1,780	3,051	0,591	-2,145	2,704	0,472	<b>7,789</b>	tak
$\Delta \ln$ wiek	-0,154	0,711	0,840	18,641	318,979	0,956	-17,159	492,588	0,974	1,680	nie
Opera Terra											
$\Delta$ Koszty	-0,029	0,023	0,284	-1,156	1,104	0,354	0,040	1,354	0,978	6,746	nie
$\Delta \ln$ WAN	-0,038	0,027	0,235	-0,272	0,259	0,353	0,204	0,257	0,473	0,851	tak
$\Delta \ln$ wiek	0,913	0,851	0,343	-200,213	420,746	0,659	261,230	660,828	0,713	7,778	nie
Investor Property											
$\Delta$ Koszty	-0,005	0,016	0,758	-1,696	12,594	0,898	-0,044	3,492	0,990	0,029	nie
$\Delta \ln$ wiek	-0,018	0,025	0,505	0,039	0,061	0,554	-0,546	0,390	0,221	0,596	tak

Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne przy  $\alpha=0,10$ .

Źródło: opracowanie własne.

Obliczone wartości statystyk G dla  $\Delta\text{koszty} \rightarrow \Delta\text{stopy zwrotu funduszy nieruchomości}$  są statystycznie istotne tylko w przypadku jednego funduszu – BPH Sektora Nieruchomości i to dla czwartego rzędu opóźnienia. W przypadku pozostałych funduszy koszty nie są przyczyną stóp zwrotu funduszy (z wyjątkiem BPH Sektora Nieruchomości 2, Opery Terry i Investor Property, dla których reszty nie miały wymaganych właściwości). Uzyskany wynik można wyjaśnić przenoszeniem kosztów realizacji projektów deweloperskich do spółek celowych oraz jednorazowym ponoszeniem kosztów związanych z innymi inwestycjami. W długim okresie bieżące koszty pokrywane są częściowo lub w całości przez przychody z posiadanych lokat, co powoduje zmniejszenie ich wpływu na wartość aktywów netto i tym samym znosi ich wpływ na stopy zwrotu w długim okresie. Istnienie zależności przyczynowej w sensie Grangera między poziomem kosztów i stopami zwrotu BPH Sektora Nieruchomości przypisać należy wysokim kosztom funkcjonowania oraz niskim przychodom z lokat.

Zmiany WAN są przyczyną stóp zwrotu tylko BPH Sektora Nieruchomości 2. Brak zależności wykazano dla BPH Sektora Nieruchomości i Opery Terra. Dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i Skarbiec Rynku Nieruchomości reszty nie posiadały pożądanych własności oraz w przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i Investor Property  $\Delta\ln WAN$  była niestacjonarna. Brak zależności wynika z kilku powodów. Najważniejszym z nich jest występowanie cykliczności wyników inwestycyjnych, co związane jest ze zmianami w gospodarce. Najstarsze fundusze nieruchomości w połowie czasu funkcjonowania doświadczyły nagłego spadku wzrostu gospodarczego, co przełożyło się na spadek wartości aktywów netto oraz wartości posiadanych obiektów. Natomiast pozostałe fundusze rozpoczęły działalność w fazie spowolnienia gospodarczego i miały możliwość dostosowania strategii inwestycyjnych do nowych realiów gospodarczych. Niezależnie od okresu, w którym powstały fundusze nieruchomości, okresowe zmiany WAN nie pokrywają się z wysokością stóp zwrotu. Zarówno w wartościach, jak i kierunkach zmian.

Ostatnia determinanta mikroekonomiczna, czas funkcjonowania funduszu, okazała się być przyczyną tylko dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2. W przypadku pozostałych funduszy nie wykazano zależności przyczynowej (dla Skarbcza Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości 2 i Opery Terra reszty nie posiadały wymaganych własności). Uwzględniając ograniczony czas funkcjonowania badanych funduszy nieruchomości i prowadzenia działalności etapami<sup>13</sup> należałoby oczekiwać istnienia zależności przyczynowej między wiekiem funduszy i stopami zwrotu. W pierwszym i ostatnim etapie stopy zwrotu mogą

---

<sup>13</sup> Jak wspomniano wcześniej, można wyróżnić trzy etapy funkcjonowania zamkniętych funduszy nieruchomości – etap budowania portfeli inwestycyjnych, następnie zarządzanie lokatami i na koniec likwidacja funduszu.



być niższe od stóp zwrotu z okresu środkowego (zarządzania lokatami), co wynika odpowiednio z budowania oraz likwidowania portfeli inwestycyjnych. Na etapie zarządzania lokatami stopy zwrotu powinny rosnać na skutek wzrostu wartości posiadanych lokat. Wykazanie zależności i braku zależności przyczynowej można upatrywać w sposobie realizowania strategii inwestycyjnych przez zarządzających funduszami. Nie wszystkie decyzje inwestycyjne okazują się dochodowe w dłuższym okresie. Dodatkowo należy uwzględnić także oddziaływanie sytuacji ogólnogospodarczej.

Reasumując dla wszystkich funduszy nieruchomości wykazana została zależność przyczynowa z jedną determinantą o charakterze makro- lub mikroekonomicznym. Wyjątek stanowi BPH Sektora Nieruchomości, dla którego zależność przyczynową w sensie Grangera ze stopami zwrotu wykazano dla dwóch determinant – poziomu kosztów i PKB. Determinanty mają odmienny wpływ w długim okresie na stopy zwrotu tego funduszu. Poziom kosztów znacząco i pozytywnie oddziałuje na stopy zwrotu. Z kolei poziom PKB wykazuje niewielki i ujemny wpływ. Dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i Skarbiec Rynku Nieruchomości istotną okazała się zależność przyczynowa między PKB a stopami zwrotu tych funduszy (oddziaływanie w długim okresie nieznaczne i ujemne). W przypadku pozostałych funduszy wykazane zostały następujące zależności przyczynowe:

- czas funkcjonowania znacznie i negatywnie oddziałuje na stopy zwrotu Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2,
- WAN w średnim stopniu zmniejsza stopy zwrotu BPH Sektora Nieruchomości 2,
- Aktywa pięciu największych banków w bardzo małym stopniu zwiększają wyniki inwestycyjne Investor Property.

**Tabela 28. Wartości mnożnika długookresowego**

Fundusz	Determinanta	Wartość mnożnika długookresowego
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	$\Delta$ PKB	-0,052
Skarbiec Rynku Nieruchomości	$\Delta$ PKB	-0,022
BPH Sektora Nieruchomości	$\Delta$ Koszty	5,434
	$\Delta$ PKB	-0,008
Arka Rynku Nieruchomości 2	$\Delta \ln$ wiek	-5,426
BPH Sektora Nieruchomości 2	$\Delta \ln$ WAN	-1,256
Investor Property	$\Delta$ Aktywa	0,000

Źródło: obliczenia własne.

### 5.3. Analiza determinant makro- i mikroekonomicznych

Podstawą testów przyczynowości w sensie Grangera jest potwierdzenie istnienia lub braku zależności między zmiennymi w długim okresie. W celu określenia wpływu determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w krótkim okresie wykorzystano równania regresji. Zmienną objaśnianą były logarytmiczne stopy zwrotu funduszy nieruchomości. Zmiennymi objaśniającymi były opóźnione o jeden okres. Wybór opóźnienia o jeden okres wynika z częstotliwości wyceny certyfikatów inwestycyjnych. W obliczeniach wykorzystano pierwsze różnice zmiennych, z zachowaniem warunku stacjonarności. Niestacjonarność determinanty wykluczała ją z równania.

Na podstawie wyników z analizy zależności przyczynowej w sensie Grangera wyeliminowano z dalszych analiz zmienną poziom zamożności społeczeństwa (PKB *per capita*).

Wyniki estymacji przedstawiono w tabeli 29. (pominięto wartości wyrazu wolnego, który nie ma znaczenia ekonomicznego). Estymowano następujące równanie regresji dla każdego z funduszy:

$$\begin{aligned} \Delta R = & \beta_0 + \Delta R_{t-1} + \Delta \text{koszty}_{t-1} + \Delta \text{WAN}_{t-1} + \Delta \text{wiek}_{t-1} \\ & + \Delta \text{kapitalizacja}_{t-1} + \Delta \text{aktywa}_{t-1} + \Delta \pi_{t-1} + \Delta \text{PKB}_{t-1} + e_t. \end{aligned} \quad (19)$$

Tabela 29. Wyniki estymacji równań regresji

Fundusz	Zmienna	$\beta_i$	Błąd	Wartość p	Fundusz	Zmienna	$\beta_i$	Błąd	Wartość p
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	$\Delta R$	-0,171	0,199	0,400	Skarbiec Rynku Nieruchomości	$\Delta R$	-0,741	0,133	0,000
	$\Delta Koszty$	0,440	0,848	0,609		$\Delta Koszty$	-0,003	0,021	0,877
	$\Delta InWAN$	-0,389	0,220	0,090		$\Delta InWAN$	-0,115	0,107	0,293
	$\Delta Inwiek$					$\Delta Inwiek$			
	$\Delta Kapitalizacja gieldy$	<0,000	>0,000	0,360		$\Delta Kapitalizacja gieldy$	0,000	>0,000	0,761
	$\Delta Aktywa banków$	<0,000	>0,000	0,291		$\Delta Aktywa banków$	>0,000	>0,000	0,767
	$\Delta Poziom inflacji$	0,028	0,018	0,143		$\Delta Poziom inflacji$	0,007	0,011	0,525
	$\Delta PKB$	0,022	0,011	0,067		$\Delta PKB$	0,014	0,008	0,085
	Współczynnik $R^2$		0,400			Współczynnik $R^2$		0,665	
BPH Sektora Nie- ruchomości	$\Delta R$	0,414	0,238	0,098	Arka Fundusz Rynku Nieru- chomości 2	$\Delta R$	-0,043	0,436	0,924
	$\Delta Koszty$	0,001	1,767	0,999		$\Delta Koszty$	3,641	5,561	0,529
	$\Delta InWAN$	-1,515	0,344	0,000		$\Delta InWAN$			
	$\Delta Inwiek$					$\Delta Inwiek$	0,028	0,109	0,801
	$\Delta Kapitalizacja gieldy$	>0,000	>0,000	0,270		$\Delta Kapitalizacja gieldy$	<0,000	>0,000	0,528
	$\Delta Aktywa banków$	>0,000	>0,000	0,240		$\Delta Aktywa banków$	<0,000	>0,000	0,436
	$\Delta Poziom inflacji$	-0,004	0,022	0,855		$\Delta Poziom inflacji$			
	$\Delta PKB$	-0,022	0,016	0,176		$\Delta PKB$	0,002	0,021	0,917
	Współczynnik $R^2$		0,602			Współczynnik $R^2$		0,120	
BPH Sektora Nie- ruchomości 2	$\Delta R$	-0,027	0,408	0,949	Opera Terra	$\Delta R$	-0,328	0,366	0,397
	$\Delta Koszty$	0,806	0,478	0,131		$\Delta Koszty$	-0,276	1,708	0,876
	$\Delta InWAN$	-1,154	0,685	0,131		$\Delta InWAN$	-0,069	0,791	0,933
	$\Delta Inwiek$	-0,061	0,085	0,489		$\Delta Inwiek$	0,121	0,345	0,734
	$\Delta Kapitalizacja gieldy$	0,000	>0,000	0,831		$\Delta Kapitalizacja gieldy$	<0,000	>0,000	0,269
	$\Delta Aktywa banków$	0,000	>0,000	0,948		$\Delta Aktywa banków$	<0,000	>0,000	0,662
	$\Delta Poziom inflacji$					$\Delta Poziom inflacji$			
	$\Delta PKB$	-0,005	0,013	0,679		$\Delta PKB$	0,037	0,048	0,464
	Współczynnik $R^2$		0,763			Współczynnik $R^2$		0,457	

cd. tabeli 29.

Fundusz	Zmienna	$\beta_i$	Błąd	Wartość p	Fundusz	Zmienna	$\beta_i$	Błąd	Wartość p
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	$\Delta R$	-0,827	0,336	0,133	Investor Pro-perty	$\Delta R$	-0,939	2,299	0,710
	$\Delta K$ Koszty	2,982	11,267	0,816		$\Delta K$ Koszty	0,843	8,254	0,925
	$\Delta \ln WAN$					$\Delta \ln WAN$			
	$\Delta \ln$ wiek	-0,035	0,097	0,750		$\Delta \ln$ wiek	0,049	0,042	0,326
	$\Delta$ Kapitalizacja giełdy					$\Delta$ Kapitalizacja giełdy			
	$\Delta$ Aktywa banków	>0,000	>0,000	0,214		$\Delta$ Aktywa banków	<0,000	>0,000	0,062
	$\Delta$ Poziom inflacji					$\Delta$ Poziom inflacji			
	$\Delta$ PKB					$\Delta$ PKB			
	Współczynnik $R^2$		0,791			Współczynnik $R^2$		0,817	

<0,000 oznacza wartość nieznacznie mniejszą od zera.

>0,000 oznacza wartość nieznacznie większą od zera.

Puste wiersze oznaczają brak stacjonarności zmiennej na pierwszych różnicach.

Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości statystycznie istotne przy  $\alpha=0,10$ .

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym krokiem było redukcja modeli o zmienne nieistotne statycznie aż do uzyskania równań składających się tylko z parametrów statystycznie istotnych przy  $\alpha=0,10$ . Celem redukcji modeli była próba uzyskania dodatkowego potwierdzenia dla istotności oddziaływania determinant na stopy zwrotu funduszy nieruchomości (tabela 30.). W przypadku dwóch funduszy (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i Ipopema Rynku Mieszkaniowego) nie uzyskano równań regresji (wszystkie parametry były statystycznie nieistotne). W przypadku pozostałych funduszy uzyskane równania regresji charakteryzują się współczynnikami determinacji na zbliżonym poziomie do równań przed redukcją.

**Tabela 30. Wyniki estymacji zredukowanych równań regresji**

Fundusz	Zmienna	$\beta_i$	Błąd	Wartość $p$	$R^2$
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	$\Delta \ln \text{WAN}$	-0,533	0,163	0,003	0,341
	$\Delta \text{Poziom inflacji}$	0,029	0,016	0,076	
	$\Delta \text{PKB}$	0,020	0,010	0,051	
Skarbiec Rynku Nieruchomości	$\Delta R$	-0,742	0,114	0,000	0,640
	$\Delta \text{PKB}$	0,016	0,006	0,015	
BPH Sektora Nieruchomości	$\Delta R$	0,372	0,191	0,063	0,546
	$\Delta \ln \text{WAN}$	-1,340	0,268	0,000	
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	Brak statystycznie istotnych parametrów				
BPH Sektora Nieruchomości 2	$\Delta \text{Koszty}$	0,818	0,340	0,032	0,732
	$\Delta \ln \text{WAN}$	-1,179	0,227	0,000	
Opera Terra	$\Delta \text{Kapitalizacja giełdy}$	<0,000	>0,000	0,021	0,347
	$\Delta \text{PKB}$	0,043	0,028	0,141 <sup>1</sup>	
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	Brak statystycznie istotnych parametrów				
Investor Property	$\Delta R$	-2,378	0,880	0,043	0,731
	$\Delta \text{Aktywa banków}$	<0,000	>0,000	0,030	

<0,000 oznacza wartość nieznacznie mniejszą od zera.

>0,000 oznacza wartość nieznacznie większą od zera.

<sup>1</sup> Uwzględnienie  $\Delta \text{PKB}$  w równaniu regresji, pomimo braku istotności statystycznej wynika z uzyskania lepszych parametrów równania niż dla równania uwzględniającego wyłącznie  $\Delta \text{kapitalizację giełdy}$ .

Źródło: opracowanie własne.

Fundusze nieruchomości skupione na lokowaniu środków w obiekty, a nie w instrumenty finansowe związane z rynkiem nieruchomości, wykazują w krótkim okresie niską wrażliwość na zmiany zachodzące na rynku finansowym. Powiązanie funduszy nieruchomościowych z rynkiem finansowym jest ograniczone do pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania (głównie kredytów bankowych) oraz umożliwiania posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych na obrót nimi na rynku wtórnym. Brak głębszych zależności między systemem bankowym i rynkiem kapitałowym znajduje odzwierciedlenie w wartościach parame-

trów z równań regresji. Uzyskane wartości prawie dla wszystkich funduszy nieruchomości są nieznacznie różne od zera. W przypadku dwóch funduszy (Skarbiec Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości 2) wykazano całkowity brak zależności w krótkim okresie. Zredukowane równania regresji wykazały istotny wpływ kapitalizacji giełdy i systemu bankowego tylko w przypadku dwóch funduszy nieruchomości. Zwiększenie kapitalizacji giełdy powoduje nieznaczne obniżenie stóp zwrotu Opery Terra w krótkim okresie. Z kolei wzrost aktywów pięciu największych banków wpływa na obniżenie wyników inwestycyjnych Investor Property. Na uzyskane wyniki niewątpliwie wpływ ma sposób lokowania aktywów przez zarządzających, którzy wybierają w większości przypadków semi-bezpośrednie inwestycje na rynku nieruchomości. Wyjątek stanowi Opera Terra, która część aktywów inwestuje w akcje firm z sektora nieruchomości oraz Investor Property, który znaczną część aktywów utrzymuje na lokatach bankowych.

Poziom inflacji, podobnie jak przy badaniu zależności przyczynowej w sensie Granger, był zmienną stacjonarną na pierwszych poziomach tylko dla trzech funduszy (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości). Wyniki estymacji równań regresji potwierdzają krótkookresowy wpływ poziomu inflacji na stopy zwrotu tych funduszy. Najsilniejsze oddziaływanie poziomu inflacji na stopy zwrotu występuje dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości (wskazuje na to także wartość parametru ze zredukowanego równania regresji), przy czym wzrost poziomu inflacji przekłada się na zwiększenie stóp zwrotu. Zdecydowanie niższy wpływ występuje w przypadku Skarbca Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości (odpowiednio wpływ dodatni i ujemny).

Ostatnia determinanta makroekonomiczna, wzrost gospodarczy mierzony poziomem PKB, wpływa w krótkim okresie korzystnie na wysokość stóp zwrotu Arki Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbca Rynku Nieruchomości i Opery Terra. Zbliżony rezultat osiągnięto przy zredukowanych równaniach regresji. Natomiast w przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i BPH Sektora Nieruchomości 2 wpływ wzrostu gospodarczego istnieje, przy czym jego oddziaływanie jest bardzo słabe. Z kolei na stopy zwrotu BPH Sektora Nieruchomości kwartalne opóźnienie poziomu PKB wpływa umiarkowanie i negatywnie. Uzyskane wyniki należy interpretować w połączeniu z czasem funkcjonowania funduszy nieruchomości i realizowanych strategii inwestycyjnych. Im dłużej działa fundusz, tym większy wpływ sytuacji ogólnogospodarczej na wyniki inwestycyjne funduszy, co wynika z charakteru lokat funduszy nieruchomości. Wzrost gospodarczy wpływa m.in. na wysokość czynszów, poziom pustostanów i okres komercjalizacji powierzchni, co przekłada się na wysokość przychodów

funduszy nieruchomości i tym samym na zmiany WAN (i stóp zwrotu). Znaczenie ma także dywersyfikacja lokat pod względem liczby obiektów, lokalizacji geograficznej, pełnionych funkcji przez nieruchomości oraz koncentracja najemców.

Oddziaływanie wysokości kosztów na stopy zwrotu funduszy nieruchomości jest znaczące dla wszystkich funduszy nieruchomości z wyłączeniem Skarbcza Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości. Redukcja równań regresji potwierdziła istotność zależności kosztów i stóp zwrotu tylko dla BPH Sektora Nieruchomości 2. Zaskoczeniem może być kierunek oddziaływania, który jest dodatni – im wyższe koszty, tym wyższe stopy zwrotu. Przyglądając się strukturze kosztów ponoszonych przez badane fundusze widać przewagę opłat za wynagrodzenie nad innymi kosztami. Średni udział kosztów wynagrodzenia dla zarządzających wynosi 70% kosztów całkowitych. Zarządzający otrzymują wynagrodzenie jako określony procent WAN, czyli im wyższe wartości pobranej opłaty za zarządzanie, tym wyższe stopy zwrotu<sup>14</sup>. Wyjątek stanowi Skarbiec Rynku Nieruchomości, który utrzymuje koszty na zbliżonym poziomie przez cały czas funkcjonowania, co przekłada się na nieznaczny (zbliżony do zera) wpływ tej zmiennej na stopy zwrotu w krótkim okresie. Natomiast nieznacznie wyższa wartość od zera parametru dla BPH Sektora Nieruchomości wyjaśnić można także opierając się na strukturze kosztów. W przypadku tego funduszu opłaty za zarządzanie stanowią niecałe 2/3 wszystkich kosztów, co równoważy negatywny wpływ kosztów na wysokość stóp zwrotu. Wzrost kosztów spowodowany zwiększeniem opłat za zarządzanie przekłada się na wzrost wyników inwestycyjnych, które obniżane są przez pozostałe koszty. Umiarkowany ujemny wpływ kosztów na stopy zwrotu Opery Terra wynika z połączenia obciążania WAN wysokimi opłatami za zarządzanie i spadku WAN w wyniku odkupywania certyfikatów inwestycyjnych przez fundusz od inwestorów.

Następna cecha funduszy nieruchomości, kwartalne zmiany WAN, wykazuje negatywny wpływ na stopy zwrotu. Im większa zmiana WAN, tym większy spadek stóp zwrotu w krótkim okresie. Ujemne wartości parametrów są zaskakujące, ze względu na poziom WAN, który zapewnia zarządzającym możliwość korzystnego ulokowania wszystkich aktywów. W najwyższym stopniu zmiany WAN wpływają na obniżanie stóp zwrotu BPH Sektora Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości 2. Zmiana WAN okazała się istotną zmienną także po redukcji równań regresji tylko w przypadku tych dwóch funduszy. Zdecydowanie słabsze oddziaływanie jest w przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbcza Rynku

---

<sup>14</sup> Większość badanych funduszy nieruchomości przewiduje wypłacanie dodatkowego wynagrodzenia za wyniki inwestycyjne. Zarządzającym udało się otrzymać dodatkowe wynagrodzenie tylko kilkukrotnie, co nie przekłada się na wysokość stóp zwrotu.

Nieruchomości i Opery Terra (dla pozostałych funduszy zmienna była niestacjonarna). Na podstawie uzyskanych wyników można wysunąć wniosek, że w krótkim okresie efekty decyzji inwestycyjnych zarządzających (które wyrażane są w zmianie WAN) obniżają stopy zwrotu. Wynika to głównie z długoterminowego charakteru lokat, które uzyskują rentowność w dłuższym horyzoncie czasowym oraz przewagi kosztów nad przychodami, co szczególnie jest widoczne w okresie spowolnienia gospodarczego (lata 2009-2012).

Jak wspomniano przy opisie wyniku zależności przyczynowej w sensie Grangera, fundusze nieruchomości funkcjonują etapowo, co wpływa na decyzje inwestycyjne zarządzających. Uwzględniając wartości parametrów można stwierdzić, że fundusze, które zakończyły budowanie portfeli inwestycyjnych, pozytywnie reagują na czas funkcjonowania (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i Investor Property). W przypadku tych dwóch funduszy czas funkcjonowania zwiększa stopy zwrotu. Inaczej jest w przypadku BPH Sektora Nieruchomości 2 oraz Ipopema Rynku Mieszkaniowego, które również rozpoczęły etap zarządzania lokatami. Pierwszy z funduszy nie ma określonego terminu zakończenia działalności i jego czas funkcjonowania obniża stopy zwrotu w krótkim okresie. Natomiast drugi fundusz lokuje aktywa w sektorze nieruchomości mieszkalnych i im dłużej funkcjonuje, tym wyższe generuje koszty, co przekłada się na ujemne oddziaływanie czasu funkcjonowania na wyniki inwestycyjne. W przypadku tego funduszu na wysokość kosztów wpływa przede wszystkim wydłużony czas ekspozycji nieruchomości mieszkalnych. Natomiast fundusz Opera Terra wykazuje pozytywną i silną zależność czasu funkcjonowania ze stopami zwrotu. Fundusz przygotowuje się do zakończenia działalności w wyznaczonym terminie i zarządzający realizują politykę inwestycyjną, której celem jest zabezpieczenie wartości posiadanych aktywów.

Ostatnia determinanta mikroekonomiczna, historyczne stopy zwrotu, negatywnie wpływają na bieżące stopy zwrotu prawie wszystkich funduszy nieruchomości. Pozytywna zależność występuje tylko dla BPH Sektora Nieruchomości. Na istotność historycznych stóp zwrotu dla Skarbcza Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości i Investor Property wskazują zredukowane równania regresji. Kształtowanie się wartości parametrów jest zgodne z oczekiwaniami. Wszystkie fundusze nieruchomości (z wyjątkiem BPH Sektora Nieruchomości 2) zakończyły budowanie portfela inwestycyjnego i zarządzający podejmowali przez prawie połowę okresu badawczego działania zmierzające do utrzymania i zwiększenia wartości aktywów netto. W połączeniu ze spadającymi poziomami czynszów i deponowaniu bieżących nadwyżek pieniężnych na lokatach bankowych wpływało na zmniejszenie przychodów i tym samym na obniżenie wyników inwestycyjnych. Natomiast poziom oddziaływania historycznych stóp zwrotu związany jest z cyklicznością wyników inwestycyjnych, które powią-



zane są z oddawaniem do użytkowania obiektów budowanych w ramach projektów deweloperskich prowadzonych przez fundusze oraz w przypadku Opery Terra zmian akcji spółek sektora nieruchomości wchodzących w skład portfela inwestycyjnego. Oddziaływanie historycznych stóp zwrotu zostało zwiększone przez spowolnienie gospodarcze, które zmniejszyło wartość obiektów posiadanych przez fundusze oraz spadek bieżących przychodów funduszy z najmu powierzchni.

Podsumowując należy stwierdzić, że determinanty o charakterze makroekonomicznym mają w krótkim okresie znikomy lub umiarkowany wpływ na stopy zwrotu badanych funduszy nieruchomości. Zdecydowanie silniej na wyniki inwestycyjne funduszy w krótkim okresie wpływają determinanty mikroekonomiczne, w szczególności koszty, WAN i historyczne stopy zwrotu. W tabeli 31. przedstawiono determinanty makro- i mikroekonomiczne, które najsilniej oddziałują na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce w krótkim okresie.

**Tabela 31. Determinanty ekonomiczne najsilniej oddziałujące na stopy zwrotu funduszy nieruchomości**

Fundusz	Determinanta	Kierunek wpływu
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	Koszty oraz WAN	+ / -
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	Koszty	+
BPH Sektora Nieruchomości	WAN	-
BPH Sektora Nieruchomości 2	Koszty	+
Investor Property	Historyczne stopy zwrotu oraz koszty	- / +
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	Koszty	+
Opera Terra	Historyczne stopy zwrotu oraz koszty	- / -
Skarbiec Rynku Nieruchomości	Historyczne stopy zwrotu	-

Źródło: opracowanie własne.

Ograniczony wpływ determinant makroekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości wynika z analizowania oddziaływania osobno na poszczególne fundusze oraz znajdowanie się rynku publicznych funduszy nieruchomości w fazie rozwoju.

Silna zależność determinant mikroekonomicznych związana jest z bezpośrednim wpływem cech funduszy nieruchomości na bieżącą działalność funduszy. Realizowanie przyjętej strategii inwestycyjnej przekłada się na poziom ponoszonych kosztów, które obniżają dynamikę WAN i mogą wpływać na zmniejszanie wysokości stóp zwrotu. Koszty funduszy nieruchomości obejmują wydatki związane z ich funkcjonowaniem oraz koszty nowych inwe-

stycji. Głębsza analiza wpływu przychodów z lokat i poziomu kosztów na stopy zwrotu funduszy nieruchomości przeprowadzona została w kolejnym podrozdziale.

#### 5.4. Ocena sprawności zarządzania funduszami

W poprzednim etapie badania wykazano, że największy wpływ na stopy zwrotu funduszy nieruchomości mają koszty, WAN i historyczne stopy zwrotu. Wszystkie te zmienne łączy element zarządzania. Od decyzji zarządzających i sposobu prowadzenia polityki inwestycyjnej zależą wartości tych parametrów, co potwierdza zasadność przeprowadzenia oceny sprawności zarządzania powierzonymi przez inwestorów środkami.

Specyfika działalności funduszy nieruchomości nie pozwala na zastosowanie w pełni tradycyjnej analizy finansowej. Ocena sprawności zarządzania funduszami nieruchomości ograniczona jest do zbadania kształtowania się wskaźników rentowności i sprawności zarządzania oraz analizy kosztów. W przypadku tych instytucji finansowych wspomniane wcześniej ograniczenia nie zmniejszają wartości poznawczych uzyskanych rezultatów.

Jednym z najważniejszych wskaźników wykorzystywanych w analizie finansowej jest wskaźnik rotacji aktywów. W przypadku funduszy nieruchomości jest to relacja przychodów z lokat do średniego stanu aktywów ogółem. Zalecany jest wysoki i rosnący poziom tego wskaźnika. Wartość rotacji aktywów świadczy o sposobie wykorzystywania aktywów – im wyższa wartość, tym lepiej są one wykorzystywane, czyli generujące większe przychody.

Średnia rotacja aktywów dla badanych funduszy nieruchomości wynosi 4,3% i najwyższą wartość zaobserwowano dla Investor Property (11,9%). Dla pozostałych funduszy wartość rotacji aktywów zawiera się w przedziale od 1,6% do 5,9%. Kształtowanie się wartości wskaźnika rotacji aktywów w poszczególnych latach przedstawiono w tabeli 32.

**Tabela 32. Rotacja aktywów**

Fundusz	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Średnia
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	7,00	3,32	2,15	2,68	6,41	1,67	3,93	1,35	3,56
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	–	–	–	–	3,76	2,40	2,36	2,89	2,85
BPH Sektora Nieruchomości	–	1,97	1,00	1,28	1,66	0,94	0,54	3,74	1,59
BPH Sektora Nieruchomości 2	–	–	–	–	2,83	4,32	5,11	4,57	4,21
Investor Property	–	–	–	–	–	–	15,66	8,07	11,87
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	–	–	–	–	–	–	1,07	4,34	2,71
Opera Terra	–	–	–	–	2,96	5,33	7,15	4,91	5,09
Skarbiec Rynku Nieruchomości	5,64	1,99	1,38	2,89	2,28	4,87	22,23	5,73	5,88

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości.

Badanie wpływu wartości aktywów ogółem i przychodów z lokat na zmiany rotacji aktywów (rok do roku) metodą podstawień krzyżowych wykazało, że wskaźnik rotacji aktywów:

- zmniejszał się głównie na skutek spadku przychodów z lokat i w mniejszym stopniu przez spadek aktywów ogółem (zaobserwowane w przypadku wszystkich funduszy),
- zwiększał się dzięki wzrostowi przychodów z lokat i w mniejszym stopniu przez wzrost aktywów ogółem (obserwacje dla wszystkich funduszy z wyjątkiem BPH Sektora Nieruchomości 2, dla którego zaobserwowano odwrotną relację).

Do ciekawych wniosków prowadzi zestawienie uzyskiwanych przychodów z lokat przez poszczególne fundusze w kolejnych latach. Wydawałoby się, że im wyższe aktywa funduszy, tym wyższe powinny być przychody z lokat. Dysponowanie większymi aktywami pozwala na inwestowanie w nieruchomości w dobrych lokalizacjach, które charakteryzują się wysokimi czynszami i niskim poziomem pustostanów oraz zwiększa możliwości selekcji projektów inwestycyjnych i wyboru najbardziej dochodowych. Porównanie przychodów z lokat z wartością zarządzanych aktywów ogółem prowadzi do odmiennych wniosków. Trzy największe fundusze pod względem aktywów ogółem, które stosują zbliżone strategie inwestycyjne (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości oraz Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2) uzyskują rocznie przychody o przeciętnej wysokości na poziomie 13 mln zł, 7 mln zł i 7 mln zł (przy średniej wartości aktywów odpowiednio 498 mln zł, 427 mln zł i 240 mln zł).

Przychody z lokat nie obejmują wszystkich źródeł przychodów funduszy nieruchomości. Dodatkowym przychodem jest zrealizowany zysk (strata) ze zbycia posiadanych lokat i wzrost (spadek) niezrealizowanego zysku (straty) z wyceny lokat. Wszystkie przychody funduszy nieruchomości uwzględnia wskaźnik rentowności aktywów, który jest relacją wyniku z operacji<sup>15</sup> do średniego stanu aktywów ogółem. Drugim wskaźnikiem, który obejmuje wszystkie przychody funduszu, jest wskaźnik rentowności działalności lokacyjnej (relacja wyniku z operacji do średniego stanu portfela lokat [Marcinkowska 2007, s. 459-460]).

Ze względu na fakt, że większość aktywów funduszy nieruchomości ulokowane jest w lokatach (ponad 80%), rentowność aktywów i rentowność działalności lokacyjnej (rentowność lokat) kształtują się na zbliżonym poziomie. W tabeli 33. przedstawiono wartości wskaźników za lata 2005-2012.

---

<sup>15</sup> Wynik z operacji to suma przychodów z lokat, zrealizowanego zysku (straty) ze zbycia lokat i wzrostu (spadku) niezrealizowanego zysku (straty) z wyceny lokat pomniejszona o koszty operacyjne funduszu [Rozporządzenie Ministra Finansów 2007].

**Tabela 33. Rentowność aktywów i działalności lokacyjnej**

Fundusz	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Średnia
<b>Rentowność aktywów (%)</b>									
Arka	5,00	16,82	29,48	8,92	-13,91	-8,26	7,69	-17,58	3,52
Arka 2	–	–	–	–	8,23	6,20	6,79	-13,61	1,90
BPH	–	1,64	16,81	5,94	-7,84	-4,12	0,75	-12,49	0,10
BPH 2	–	–	–	–	2,99	9,47	13,39	7,35	8,30
Investor Property	–	–	–	–	–	–	1,35	-1,75	-0,20
Ipopema	–	–	–	–	–	–	5,21	6,77	5,99
Opera Terra	–	–	–	–	27,06	5,75	-19,63	-7,19	1,49
Skarbiec	2,4	15,9	16,4	7,7	-7,3	-6,2	-11,5	-12,5	0,6
<b>Rentowność działalności lokacyjnej (%)</b>									
Arka	6,99	30,47	46,64	12,20	-19,31	-11,08	9,37	-22,27	6,63
Arka 2	–	–	–	–	11,07	8,51	9,64	-22,12	1,77
BPH	–	3,17	17,20	6,41	-8,80	-4,49	0,81	-13,78	0,08
BPH 2	–	–	–	–	21,19	31,69	21,17	8,10	20,54
Investor Property	–	–	–	–	–	–	1,35	-7,96	-3,30
Ipopema	–	–	–	–	–	–	5,22	7,15	6,18
Opera Terra	–	–	–	–	30,20	7,30	-23,21	-7,20	1,77
Skarbiec	2,52	24,49	22,99	9,80	-8,32	-6,25	-11,95	-12,95	2,54

Arka – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec – Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH – BPH Sektora Nieruchomości, Arka 2 – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH 2 – BPH Sektora Nieruchomości 2, Opera – Opera Terra, Ipopema – Ipopema Rynku Mieszkaniowego, Investor – Investor Property.

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości.

Średnią najwyższą rentowność aktywów i działalności lokacyjnej wykazuje BPH Sektora Nieruchomości 2 (odpowiednio 8,3% i 18,0%). Najniższe wartości – Investor Property (-0,2% i -0,8%). Dla pozostałych funduszy wartości zawierają się w przedziałach 0,1%-6,0% (dla rentowności aktywów) oraz 0,1%-6,6% (dla rentowności działalności lokacyjnej). Na podstawie rocznych wartości wskaźników rentowności aktywów i działalności lokacyjnej można określić tendencję tylko dla Skarbcia Fundusz Rynku Nieruchomości, która jest spadkowa. W przypadku trzech najdłużej działających funduszy widoczny jest gwałtowny spadek wartości tych wskaźników w okresie spowolnienia gospodarczego.

Uwzględniając strukturę przychodów funduszy nieruchomości zdecydowano o pogłębieniu analizy wskaźnika rentowności aktywów i działalności lokacyjnej. Celem tego działania było wskazanie składowej, która w największym stopniu wpływała na kształtowanie się wartości tych wskaźników. Ze względu na uzyskanie zbliżonych wyników i wniosków autor zdecydował przedstawić tylko wyniki dla wskaźnika rentowności działalności lokacyjnej. Podstawą badania była dekompozycja wspomnianego wskaźnika na:

- przychody z lokat netto do średniego stanu portfela lokat,
- zrealizowany zysk (strata) ze zbycia lokat do średniego stanu portfela lokat,
- niezrealizowany zysk (strata) z wyceny lokat do średniego stanu portfela lokat.

Zgodnie z oczekiwaniami w przypadku wszystkich funduszy (z wyłączeniem Investor Property<sup>16</sup>) największy wpływ na rentowność działalności lokacyjnej miał niezrealizowany zysk (strata) z wyceny lokat, co związane jest z lokowaniem środków przez zarządzających funduszami nieruchomości w lokaty, które przynoszą bieżący przychód i nabywają wartości w czasie. Spadek wartości posiadanych lokat najbardziej widoczny jest w 2009 r., kiedy doszło do „załamania” rynku nieruchomości komercyjnych i mieszkalnych w Polsce. Zmniejszeniu uległy stawki czynszów oraz wzrósł poziom pustostanów, co przełożyło się na problemy z pozyskaniem najemców do nieruchomości posiadanych przez fundusze. Z kolei na rynku nieruchomości mieszkalnych nastąpił spadek cen, któremu towarzyszyło wydłużenie czasu ekspozycji nieruchomości. Wszystkie te niekorzystne impulsy z otoczenia funduszy nieruchomości spowodowały wykazywanie znacznych niezrealizowanych strat z wyceny posiadanych lokat.

Wpływ przychodów z lokat i zrealizowanego zysku (straty) ze zbycia lokat jest na zbliżonym poziomie dla najdłużej działających funduszy (czyli Arki Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbca Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości) oraz Investor Property, przy czym zmiany przychodów z lokat zmniejszały wartość rentowności działalności lokacyjnej, a zrealizowany zysk (strata) ze zbycia lokat zwiększała wartość wskaźnika w poszczególnych latach. W przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH Sektora Nieruchomości 2 oraz Ipopemy Rynku Mieszkaniowego zmiany przychodów z lokat oraz niezrealizowanego zysku (straty) z wyceny lokat wpływały w nieznacznym stopniu na kształtowanie się wskaźnika rentowności lokat. Dla Opery Terry wpływ zrealizowanego zysku (straty) ze zbycia lokat był zbliżony do wpływu niezrealizowanego zysku (straty) z wyceny lokat, przy czym fundusz w 2011 r. i 2012 r. sprzedał lokaty poniżej ceny nabycia. Dodać należy, że jest to fundusz realizujący najbardziej ryzykowny styl inwestycyjny ze wszystkich funduszy.

W ocenie sprawności zarządzania funduszami nieruchomości obok badania wysokości przychodów uwagę zwraca się także na wysokość kosztów i sposób zarządzania nimi. W tym celu można wykorzystać trzy wskaźniki:

- koszty operacyjne netto jako odsetek aktywów netto – relacja kosztów do średniej wartości aktywów netto,

---

<sup>16</sup> Niezrealizowany zysk (strata) z wyceny znacząco obniżył wartość wskaźnika rentowności działalności lokacyjnej w 2011 r. i w niewielkim stopniu zwiększył w następnym roku.

- koszty wynagrodzenia jako odsetek aktywów netto – relacja kosztów wynagrodzenia do średniej wartości aktywów netto,
- wskaźnik poziomu kosztów – relacja kosztów operacyjnych netto do przychodów z lokat [Marcinkowska 2007, s. 447-448].

Ze względu na powiązanie tych wskaźników z aktywami netto, czyli kapitałami inwestorów, wskaźniki kosztowe powinny mieć jak najniższą i malejącą wartość. Z drugiej strony powiązanie kosztów całkowitych z opłatami za zarządzanie, które uzależnione są od WAN należy stwierdzić, że wzrost kosztów całkowitych w wyniku zwiększenia pobieranych opłat za zarządzanie jest zjawiskiem pozytywnym i pożądanym.

Przeciętna wartość kosztów jako odsetek aktywów netto wszystkich funduszy nieruchomości wynosi 4,62%. Największe obciążenie aktywów netto kosztami całkowitymi występuje dla Operty Terra (8,81%). Dla pozostałych funduszy wskaźnik ten jest niższy i zbliżony do średniej wartości (tabela 34.). Zgodnie z oczekiwaniami poziom kosztów operacyjnych jest niski w pierwszej fazie działalności funduszy nieruchomości i zwiększa się wraz z powiększaniem portfela inwestycyjnego. W kolejnych etapach funkcjonowania funduszy nieruchomości koszty składają się głównie z wynagrodzenia dla towarzystwa, opłat dla depozytariusza, opłat za zezwolenia i rejestracyjne, różnic kursowych, kosztów odsetkowych i pozostałych (w tym odpisy aktualizacyjne wartość należność). Z poziomu wyników inwestycyjnych funduszy nieruchomości koszty powinny być utrzymywane na stałym poziomie przez cały okres funkcjonowania funduszy oraz nie powinny być wyższe od przychodów z lokat. Taka sytuacja ma miejsce w przypadku większości funduszy (bez Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości).

**Tabela 34. Koszty operacyjne i koszty wynagrodzenia jako odsetek aktywów netto**

Fundusz	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Średnia
<b>Koszty operacyjne jako odsetek aktywów netto (%)</b>									
Arka	1,82	2,86	9,59	5,04	6,86	6,44	2,73	5,34	5,09
Arka 2	–	–	–	–	1,69	2,33	2,81	4,84	2,92
BPH	–	2,94	4,51	5,48	3,79	3,55	4,43	3,73	4,06
BPH 2	–	–	–	–	1,88	3,89	14,24	3,94	5,99
Investor Property	–	–	–	–	–	–	4,14	4,14	4,14
Ipopema	–	–	–	–	–	–	4,03	3,34	3,69
Opera Terra	–	–	–	–	11,72	6,61	7,17	9,75	8,81
Skarbiec	2,98	3,01	4,14	3,35	1,32	3,08	3,44	3,18	3,06
<b>Koszty wynagrodzenia jako odsetek aktywów netto (%)</b>									
Arka	1,75	2,54	8,43	4,33	2,71	2,65	2,64	2,35	3,42
Arka 2	–	–	–	–	1,59	2,30	2,78	2,41	2,27
BPH	–	2,21	2,88	2,82	2,71	2,73	2,77	2,65	2,68
BPH 2	–	–	–	–	1,47	1,95	2,65	2,77	2,21
Investor Property	–	–	–	–	–	–	3,00	3,00	3,00
Ipopema	–	–	–	–	–	–	3,62	3,07	3,34
Opera Terra	–	–	–	–	7,61	4,25	3,40	3,26	4,63
Skarbiec	2,48	2,48	3,75	2,99	0,74	2,51	2,56	2,57	2,51

Arka – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec – Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH – BPH Sektora Nieruchomości, Arka 2 – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH 2 – BPH Sektora Nieruchomości 2, Opera – Opera Terra, Ipopema – Ipopema Rynku Mieszkaniowego, Investor – Investor Property.

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości.

Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 34., najwyższy udział w kosztach operacyjnych funduszy nieruchomości mają koszty wynagrodzenia za zarządzanie (średnia 65%). Część funduszy uzależnia wysokość opłaty za zarządzanie od rodzaju instrumentów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych (dotyczy funduszy zarządzanych przez Arkę TFI i BPH TFI). Pobierana jest także dodatkowa opłata za wynagrodzenie uzależniona od wyników inwestycyjnych (tabela 35.). Wysokość opłaty za zarządzanie (część stała) jest na zbliżonym poziomie dla wszystkich funduszy nieruchomości. Różnice pojawiają się po uwzględnieniu opłaty zmiennej uzależnionej od uzyskanych wyników inwestycyjnych. Fundusz może obciążyć aktywa dodatkową opłatą za wynagrodzenie w sytuacji uzyskania stóp zwrotu wyższych od podanych w statucie wartości, którą jest określona wysokość rocznej stopy zwrotu (dotyczy Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości i wynosi 10%) lub wyrażona wzorem obejmującym wyniki inwestycyjne funduszu i stopy odniesienia (w przypadku pozostałych funduszy).

**Tabela 35. Wysokość opłat za zarządzanie**

Fundusz	Opłata stała (% WAN)	Opłata zmienna (%)	Średnia (%)
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	2,75% (portfel rynku nieruchomości)	20	3,43
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	3,00% (portfel rynku nieruchomości) + 0,60% (portfel aktywów płynnych)	20	2,27
BPH Sektora Nieruchomości	2,75% (portfel rynku nieruchomości) + 1,25% (portfel aktywów płynnych)	20	2,68
BPH Sektora Nieruchomości 2	2,75% (portfel rynku nieruchomości) + 1,25% (portfel aktywów płynnych)	20	2,21
Investor Property	3,00%	20	3,00
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	2,50%	brak	3,35
Opera Terra	3,00%	15	4,63
Skarbiec Rynku Nieruchomości	do 2,5%	20	2,51

Źródło: opracowanie własne na podstawie statutów funduszy nieruchomości.

Do oceny poziomu kosztów, które muszą być poniesione w celu wygenerowania przychodów, należy wykorzystać wskaźnik poziomu kosztów. Najbardziej kosztochłonnym funduszem jest BPH Sektora Nieruchomości, którego przychody z lokat są niższe niż ponoszone koszty. W dalszej kolejności jest Arka Fundusz Rynku Nieruchomości (głównie przez wysokie koszty z tytułu rezerw na aktualizację zaangażowania kapitałowego w spółkach celowych) i Opera Terra (wysokie opłaty dla depozytariusza i rejestracyjne oraz koszty serwisów informacyjnych). W przypadku pozostałych funduszy wskaźnik poziomu kosztów uzależniony jest prawie wyłącznie od wynagrodzenia za zarządzanie (tabela 36.).

**Tabela 36. Przeciętny wskaźnik poziomu kosztów**

Fundusz	Przeciętny wskaźnik Poziomu kosztów (%)	Przeciętny wskaźnik poziomu kosztów wynagrodzenia (%)	Różnica (p.p.)	Wskaźnik rentowności działalności lokacyjnej (%)	Średnioroczna stopa zwrotu (%)
BPH Sektora Nieruchomości 2	73,39	51,06	22,00	18,00	8,40
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	205,71	128,03	77,68	6,60	2,20
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	83,62	75,99	8,00	6,20	6,80
Skarbiec Rynku Nieruchomości	95,80	80,60	15,00	2,50	1,80
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	104,67	82,74	22,00	1,80	0,80
Opera Terra	183,78	104,87	79,00	1,30	0,70
BPH Sektora Nieruchomości	323,63	211,14	112,00	0,10	0,20
Investor Property	39,23	28,43	11,00	-0,80	-0,20

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości.



Porównując przeciętne wartości wskaźnika poziomu kosztów z wartościami wskaźnika rentowności działalności lokacyjnej zauważyć można niską ujemną korelację między tymi zmiennymi (wartość korelacji rangowej wynosi -0,10). Im większy udział opłat za wynagrodzenie w kosztach operacyjnych funduszy, tym nieznacznie wyższy wskaźnik rentowności lokat. Przeważający udział kosztów wynagrodzenia w kosztach operacyjnych w przypadku wszystkich funduszy powoduje, że zmniejszenie (zwiększenie) wartości kosztów powoduje nieznaczne zwiększenie (zmniejszenie) wskaźnika rentowności lokat. W odniesieniu do stóp zwrotu, wpływ ten jest dwukrotnie większy (wartość korelacji rangowej wynosi -0,19).

### 5.5. Efektywność funduszy nieruchomości

Wykorzystane we wcześniejszych analizach zwykle stopy zwrotu określają dochodowość funduszy nieruchomości, która jest relacją zmiany wartości aktywów netto na certyfikat inwestycyjny. Zwykle stopy zwrotu pozwalają także na określenie, jakie determinanty wpływają na ich wysokość i w jakim stopniu. Rezultaty decyzji inwestycyjnych zarządzających znajdują odbicie w historycznych stopach zwrotu, wysokości kosztów i zmianach WAN. Wpływ sposobu realizacji strategii inwestycyjnej można częściowo określić wykorzystując analizę finansową. Uzupełnieniem oceny sprawności zarządzania funduszami jest określenie, czy osiągają one ponadprzeciętne stopy zwrotu czy nie. Uwzględnienie ryzyka w mierzeniu wyników inwestycyjnych funduszy pozwala na określenie, jak zarządzający reagują na zmiany otoczenia. W dalszej analizie uwagę skupiono na miarach stóp zwrotu ważonych ryzykiem całkowitym, które jest istotne z poziomu oddziaływania otoczenia na fundusze oraz ryzykiem rynkowym, które pokazuje reakcje zarządzających tylko na zmiany rynkowe.

Podstawą zbadania efektywności jest określenie wzorca odniesienia (portfeli wzorcowych) dla stóp zwrotu funduszy. Ze względu na brak indeksu rynkowego związanego z rynkiem nieruchomości (który mógłby być obrany na wzorzec odniesienia) i odmiennością polityk inwestycyjnych funduszy na potrzeby rozprawy stworzono trzy portfele wzorcowe. Dwa z nich zbudowano jako indeksy ważne wartością aktywów netto funduszy nieruchomości (indeksy funduszy nieruchomości). Trzeci oparto na zmianach cen transakcyjnych nieruchomości mieszkalnych z rynku pierwotnego (indeks cen nieruchomości).

Indeksy funduszy nieruchomości obliczono według wzoru:

$$Indeks_{FN,t} = \sum_{i=1}^n \ln\left(\frac{P_{CI,i,t} + D_{i,t}}{P_{CI,i,t-1}}\right) \times \ln\left(\frac{WAN_{i,t}}{\sum_{i=1}^n WAN_{i,t-1}}\right) \times Indeks_{FN,t-1}, \quad (20)$$

przy czym:

$$Indeks_{FN,t=0} = 100, \quad 0 \leq \sum_{i=1}^n \ln\left(\frac{WAN_{i,t}}{\sum_{i=1}^n WAN_{i,t-1}}\right) \leq 1, \quad \sum_{i=1}^n \ln\left(\frac{WAN_{i,t}}{\sum_{i=1}^n WAN_{i,t-1}}\right) = 1,$$

gdzie:

$Indeks_{FN,t}$  – wartość indeksu funduszy nieruchomości w okresie t,

$n$  – liczba funduszy tworzących indeks,

$P_{CI,t}$  – wartość WAN na certyfikat inwestycyjny funduszu i w okresie t,

$D_{i,t}$  – wartość wypłaconej dywidendy przez fundusz i w okresie t,

$P_{CI,t-1}$  – wartość WAN na certyfikat inwestycyjny funduszu i w okresie t-1,

$WAN_{i,t}$  – wartość aktywów netto funduszu i w okresie t,

$WAN_{i,t-1}$  – wartość aktywów netto funduszu i w okresie t-1,

$Indeks_{FN,t-1}$  – wartość indeksu funduszy nieruchomości w okresie t-1.

W pierwszym modelu indeksu wykorzystano logarytmiczne stopy zwrotu wszystkich badanych funduszy. Celem tego działania było sprawdzenie, które z funduszy w najniższym stopniu „pasują” do innych. Zgodnie z założeniem fundusze lokujące aktywa w akcje, udziały i wierzytelności spółek sektora nieruchomości (Opera Terra i Investor Property) były najmniej dopasowane do pozostałych. Podobnie było z funduszami skupionymi w sektorze mieszkaniowym rynku nieruchomości. Zaskoczeniem był brak podobieństwa między indeksem a funduszem BPH Sektora Nieruchomości 2, który podobnie do innych funduszy nieruchomości stosuje strategię inwestycyjną opartą na bezpośrednich inwestycjach w różne obiekty. Ostatecznie indeks funduszy nieruchomości został oparty na stopach zwrotu i aktywach netto czterech funduszy (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości 2). Za włączeniem ostatniego funduszu do indeksu przemawia fakt lokowania aktywów w te same klasy aktywów, co inne fundusze uwzględnione do zbudowania indeksu.

Drugi indeks oparty został na logarytmicznych stopach zwrotu i aktywach netto dwóch funduszy – Operry Terra i Investor Property. Pierwotnie autor planował wykorzystać indeksy sektorowe Giełdy Papierów Wartościowych (WIG-DEWEL i WIG-BUDOW). Uzyskane wyniki<sup>17</sup> wykazały zbyt duże niedopasowanie tych indeksów do funduszy nieruchomości, co wynika z braku akcji spółek sektora nieruchomości w portfelach inwestycyjnych (je-

---

<sup>17</sup> Wartości podstawowych statystyk przedstawiono w aneksie.

dynie Opera Terra inwestuje w akcje spółek sektora nieruchomości – średniorocznie 20% WAN). Do zbudowania indeksu wykorzystano wzór 20.

Trzecim zbudowanym indeksem był indeks cen nieruchomości mieszkalnych, który oparto na cenach transakcyjnych z rynku pierwotnego ważonych zasobem rynkowym z siedmiu największych polskich miast (tj. Gdańsk, Gdynia, Łódź, Wrocław, Kraków, Poznań i Warszawa). Wykorzystano dane z badań rynku nieruchomości prowadzonych przez NBP. Indeks zbudowano wykorzystując dynamikę zmian cen transakcyjnych (wykorzystując logarytm naturalny):

$$Indeks_{CN,t} = \sum_{i=1}^n \ln\left(\frac{P_{CN,t}}{P_{CN,t-1}}\right) \times Indeks_{CN,t-1}, \quad (21)$$

przy czym:

$$Indeks_{CN,t=0} = 100,$$

gdzie:

$Indeks_{CN,t}$  – wartość indeksu cen nieruchomości w okresie t,

$n$  – liczba funduszy tworzących indeks,

$P_{CN,t}$  – cena transakcyjna w okresie t,

$P_{CN,t-1}$  – cena transakcyjna w okresie t-1,

$Indeks_{CN,t-1}$  – wartość indeksu cen nieruchomości w okresie t-1.

Portfele wzorcowe wykorzystane do obliczeń stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko inwestycyjne przedstawiono w tabeli 37.

**Tabela 37. Portfele wzorcowe zastosowane do obliczeń stóp zwrotu skorygowanych ryzykiem inwestycyjnym**

Fundusz	Portfel wzorcowy	Współczynnik korelacji rangowej	Współczynnik determinacji
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	Indeks funduszy nieruchomości	0,76	0,66
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	Indeks funduszy nieruchomości	0,46	0,36
BPH Sektora Nieruchomości	Indeks funduszy nieruchomości	0,63	0,30
BPH Sektora Nieruchomości 2	Indeks funduszy nieruchomości	0,30	0,01
Skarbiec Rynku Nieruchomości	Indeks cen nieruchomości	0,44	0,35
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	Indeks cen nieruchomości	-0,15	0,01
Opera Terra	Indeks funduszy nieruchomości 2	0,72	0,51
Investor Property	Indeks funduszy nieruchomości 2	0,47	0,51

Źródło: opracowanie własne.

Dla większości funduszy nieruchomości portfele wzorcowe zostały dobrze wybrane, o czym świadczą średnie lub wysokie wartości współczynnika korelacji Pearsona oraz współczynnika determinacji. Wszystkie wybrane portfele wzorcowe posiadają cechy użytecznych benchmarków. Są to:

- niedwuznaczność – udział instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela wzorcowego jest wyraźnie określony,
- mierzalność – jest możliwe obliczenie rentowności portfela wzorcowego na podstawie danych o rozsądnej częstotliwości,
- odpowiedzialność – portfel wzorcowy jest zgodny ze stylem inwestycyjnym zarządzających,
- przewidywalność – portfel wzorcowy jest określony z góry [Reilly, Brown i Nowak 2001, s. 708].

Niskie wartości dopasowania wyników inwestycyjnych Ipopemy Rynku Mieszkaniowego z portfelem wzorcowym nie oznaczają błędnego wyboru benchmarku. Indeks cen nieruchomości spełnia wszystkie warunki użytecznego benchmarku. Źródło niedopasowania leży po stronie funduszu, który skupiony jest na inwestowaniu w nieruchomości mieszkalne zlokalizowane głównie w Warszawie, przy czym styl inwestycyjny funduszu i indeksu jest ten sam. Dla zachowania czytelności wyводу autor nie zdecydował o tworzeniu czwartego indeksu, który obejmował by tylko ten fundusz.

Do zbadania wpływu ryzyka całkowitego wykorzystano współczynnik Sharpe'a i uogólniony współczynnik Sharpe'a; do badania ryzyka rynkowego – współczynnik Treynora, jednoczynnikowy współczynnik alfa Jensena i współczynnik Sortino. W dalszej części

rozdziału krótko scharakteryzowano wybrane miary wyników inwestycyjnych funduszy nieruchomości.

Współczynnik Sharpe'a (współczynnik premii za zmienność) oblicza się dzieląc nadwyżkową stopę zwrotu (zwrot ponad dochód z instrumentu wolnego od ryzyka) przez odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu:

$$Sh = \frac{R - R_f}{\sigma}, \quad (22)$$

gdzie:

$Sh$  – wartość współczynnika Sharpe'a dla funduszu,

$R$  – wartość stopy zwrotu funduszu,

$R_f$  – wartość stopy zwrotu instrumentu finansowego wolnego od ryzyka,

$\sigma$  – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu.

Współczynnik Sharpe'a wskazuje, jaka wielkość premii za ryzyko przypada na jednostkę ryzyka całkowitego (mierzonego odchyleniem standardowym) [Sharpe 1966]. Porównując wartość współczynnika dla funduszu z wartością współczynnika dla portfela wzorcowego określa się efektywność (lub jej brak) funduszu. Funduszem efektywnym określa się fundusz, dla którego wartość współczynnika Sharpe'a jest wyższa od wartości dla portfela wzorcowego. Z kolei wartość współczynnika informuje o jakości i skuteczności zarządzania funduszem. Im wyższa jego wartość, tym lepiej zarządzany fundusz i tym samym osiągający ponadprzeciętne stopy zwrotu.

W 1994 r. Sharpe [1994] zaproponował nowy współczynnik, który był uogólnioną wersją współczynnika premii za zmienność. Autor nazwał go uogólnionym współczynnikiem Sharpe'a (w literaturze stosuje się nazwę *information ratio*,  $IR$ ). W uogólnionym współczynniku Sharpe'a został wyeliminowany problem z doбором instrumentu wolnego od ryzyka i jego zmienności. Stopę zwrotu wolną od ryzyka zastąpiła stopa zwrotu portfela wzorcowego oraz ryzyko standardowe funduszu określono jako odchylenie standardowe różnicowej stopy zwrotu funduszu (różnica między stopą zwrotu funduszu a stopą zwrotu portfela wzorcowego; w literaturze nazywane *tracking error*,  $TE$ ):

$$IR = \frac{R - R_m}{TE}, \quad (23)$$

przy czym:

$$TE = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R - R_m)^2}{n}},$$

gdzie:

$IR$  – wartość uogólnionego współczynnika Sharpe’a dla funduszu,

$R_m$  – wartość stopy zwrotu portfela wzorcowego,

$TE$  – wartość wskaźnika błędu odwzorowania,

$n$  – liczba okresów zwrotu.

Portfelem wzorcowym może być instrument wolny od ryzyka (wtedy otrzymuje się pierwotny współczynnik Sharpe’a), indeks giełdowy lub portfel zbudowany z funduszy o tej samym stylu lub strategii inwestycyjnej, co badany fundusz. Im wyższa dodatnia wartość tego wskaźnika, tym lepiej zarządzany fundusz i tym samym osiągający ponadprzeciętne stopy zwrotu.

Inne podejście do ryzyka przedstawia współczynnik Treynora [1966], w którym ryzyko inwestycyjne ograniczone jest tylko do ryzyka systematycznego (rynkowego). Współczynnik ten jest relacją nadwyżkowej stopy zwrotu funduszu do współczynnika beta funduszu:

$$T = \frac{R - R_f}{\beta}, \quad (24)$$

gdzie:

$T$  – wartość wskaźnika Treynora dla funduszu,

$\beta$  – współczynnik beta funduszu (wrażliwość zmiany wartości tytułu uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym do zmiany wzorca odniesienia).

Analogicznie do współczynnika Sharpe’a współczynnik Treynora określa wielkość premii za ryzyko przypadającą na jednostkę ryzyka rynkowego (mierzonego współczynnikiem beta). Im większa wartość współczynnika Treynora, tym efektywniejszy fundusz inwestycyjny. Fundusz jest efektywny, czyli zarządzany ponadprzeciętnie, jeżeli wartość współczynnika Treynora dla funduszu jest wyższa od wartości dla portfela wzorcowego.

Przedstawione powyżej miary efektywności funduszy inwestycyjnych są miarami względnymi, które wymagają porównania z wartościami uzyskanymi dla innych funduszy lub wzorca odniesienia [Dębski 2010, s. 496-497].

Jedną ze stosowanych w ocenie efektywności funduszy inwestycyjnych miar bezwzględnych jest jednoczynnikowy współczynnik alfa Jensena (wskaźnik Jensena, alfa Jensena), który opiera się na modelu wyceny aktywów kapitałowych. Wartość alfy Jensena ( $\alpha$ ) określa umiejętności zarządzających do przewidywania przyszłych cen instrumentów finansowych [Jensen 1968]:

$$\alpha = (R - R_f) - \beta(R_m - R_f), \quad (25)$$

gdzie:

$\alpha$  – wartość jednoczynnikowego współczynnika alfa Jensena.

Wartość alfy Jensena powyżej zera świadczy o uzyskaniu stóp zwrotu przez fundusz większych niż oczekiwane stopy zwrotu uwzględniające ryzyko. Jest to fundusz superefektywny lub osiągający ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne [Perez 2012b, s. 161]. Ujemna wartość alfy Jensena charakteryzuje fundusze nieefektywne, które zarządzane są przez zarządzających nieposiadających odpowiednich umiejętności przewidywania zmian cen wybranych instrumentów oraz generujących dodatkowe koszty<sup>18</sup>.

W przedstawionych powyżej współczynnikach ryzyko inwestycyjne traktowane jest symetrycznie. Zarówno strata, jak i stopy zwrotu powyżej średniej negatywnie postrzegane są jako ryzyko. Jako pierwszy w badaniu efektywności funduszy inwestycyjnych niesymetryczne podejście do ryzyka zaproponował Sortino opierając się na awersji inwestorów do strat i uznawaniu tylko odchylenia standardowego ujemnego za ryzyko inwestycyjne. Bazując na współczynniku Sharpe'a został opracowany nowy wskaźnik – współczynnik Sortino [Sortino i Van Der Meer 1991; Sortino i Price 1994]. Stopa zwrotu wolna od ryzyka została zastąpiona minimalną akceptowalną stopą zwrotu (MAR), którą może być określona wartość (nawet zero) lub średnia stopa zwrotu wolna od ryzyka, średnia stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego, średnia stopa zwrotu funduszy inwestycyjnych realizujących takie same strategie inwestycyj-

---

<sup>18</sup> Jednoczynnikowa alfa Jensena stała się bazą do tworzenia wieloczynnikowych modeli, w których uwzględnia się różne rodzaje ryzyk związanych z lokowaniem środków przez zarządzających. Wieloczynnikowe modele wykorzystywane są nie tylko do oceny efektywności funduszy inwestycyjnych, ale także do pojedynczych instrumentów finansowych. Najbardziej znanym wieloczynnikowym modelem jest trzyczynnikowy model Fama i Frencha [1993] oraz czteroczynnikowy model Carharta [1997] (szerzej o innych modelach wieloczynnikowych Białous [2007] oraz Perez [Perez 2012b, s. 157-192]). Do oceny efektywności funduszy nieruchomości Brueggeman, Chen i Thibodeau [1984, 1992] wykorzystali zmodyfikowany dwuczynnikowy współczynnik Jensena (model przedstawiony został w rozdziale 3.3.) oraz Myer i Webb [1993] i O'Neal i Page [2000] czteroczynnikową alfę Jensena (szerzej w rozdziale 4.2.).

ne. Odchylenie standardowe stopy zwrotu zostało zastąpione semiodchyleniem standardowym, czyli odchyleniem ujemnym poniżej MAR. Dodatnie wartości współczynnika Sortino oznaczają efektywność funduszu. Współczynnik Sortino oblicza się za pomocą wzoru:

$$Sor = \frac{R - MAR}{ss}, \quad (26)$$

przy czym:

$$ss^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n d_i^2 \quad \text{oraz } d_i = 0 \text{ gdy } R_t \geq \bar{R} \text{ lub } d_i = R_t - \bar{R} \text{ gdy } R_t < \bar{R},$$

gdzie:

$Sor$  – wartość współczynnika Sortino dla funduszu,

$MAR$  – minimalna akceptowalna stopa zwrotu,

$ss$  – semiodchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu,

$n$  – liczba okresów zwrotu,

$d_i$  – semiodchylenie standardowe funduszu,

$R_t$  – stopa zwrotu funduszu w okresie  $t$ ,

$\bar{R}$  – oczekiwana stopa zwrotu.

W tabeli 38. przedstawiono wyniki obliczeń stóp zwrotu ważonych ryzykiem oraz stóp zwrotu portfeli wzorcowych. Wszystkie badane fundusze osiągnęły dodatnią średnią stopę zwrotu, przy czym dla większość z nich była ona nieznacznie wyższa od zera. Najwyższe średnioroczne stopy zwrotu wykazał BPH Sektora Nieruchomości 2 (2,06%) i Ipopema Rynku Mieszkaniowego (1,51%). Dla pozostałych funduszy średnie stopy zwrotu zawarte są w przedziale od 0,09% do 0,70%. Uwzględniając liczbę lokat tworzących portfele inwestycyjne funduszy nieruchomości nie można stwierdzić, że istnieje zależność między nimi a stopami zwrotu. Niewątpliwie wpływ na brak zależności ma mała liczba i krótki czas funkcjonowania funduszy niezdywersyfikowanych.



**Tabela 38. Stopy zwrotu funduszy nieruchomości**

Fundusz	R	Sh	Sh <sub>m</sub>	UWSh	T	T <sub>m</sub>	AJ	Sor1	Sor2
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	0,006	-0,733	-0,955	-0,015	-0,035	-0,037	0,002	-0,402	-0,054
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	0,005	-1,099	-1,367	0,064	-0,308	-0,049	-0,031	-0,575	0,101
BPH Sektora Nieruchomości	0,001	-0,698	-1,082	-0,030	-0,044	-0,042	-0,002	-0,353	-0,105
BPH Sektora Nieruchomości 2	0,021	-0,740	-1,367	0,144	-0,069	-0,049	-0,006	-0,464	0,600
Investor Property	0,001	-1,644	-1,842	0,066	-0,044	-0,050	0,006	-0,751	0,064
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	0,015	-1,585	-2,327	0,225	0,293	-0,056	-0,034	-0,705	0,352
Opera Terra	0,001	-0,569	-0,483	-0,049	-0,039	-0,028	-0,012	-0,357	0,029
Skarbiec Rynku Nieruchomości	0,005	-0,869	-0,971	-0,010	-0,060	-0,042	-0,012	-0,469	-0,082

R – logarytmiczna średniokwartalna stopa zwrotu, Sh – współczynnik Sharpe’a, Sh<sub>m</sub> – współczynnik Sharpe’a dla portfela wzorcowego, T – współczynnik Treynora, T<sub>m</sub> – współczynnik Treynora dla portfela wzorcowego, UWSh – uogólniony współczynnik Sharpe’a, AJ – alfa Jensena, Sor1 – współczynnik Sortino (MAR = poziom inflacji), Sor2 – współczynnik Sortino (MAR = średnia stopa zwrotu badanych funduszy nieruchomości).

Źródło: opracowanie własne.

Niskie wartości stóp zwrotu ważonych ryzykiem przekładają się na wartości współczynnika Sharpe’a, które dla wszystkich funduszy są ujemne. Uzyskany wynik oznacza, że fundusze osiągnęły niższe stopy zwrotu niż przyjęty do obliczeń instrument finansowy wolny od ryzyka. Zbliżone wyniki uzyskano dla wskaźnika Treynora, który uzyskał dodatnią wartość tylko dla Ipopemy Rynku Mieszkaniowego. Z kolei uogólniony współczynnik Sharpe’a uzyskał dodatnie wartości dla czterech funduszy i ujemne dla pozostałych. Natomiast alfa Jensena jest dodatnia tylko dla dwóch funduszy. Współczynnik Sortino z akceptowalną minimalną stopą równą poziomowi inflacji dla wszystkich funduszy ma wartość mniejszą od zera. Drugi współczynnik Sortino (z MAR równą średniej stopie zwrotu wszystkich badanych funduszy nieruchomości) jest większy od zera w przypadku czterech funduszy i mniejszy od zera dla pozostałych.

Wszystkie wartości współczynnika Sharpe’a i Treynora dla portfeli wzorcowych są niższe od zera.

W kolejnym kroku sprawdzono wartości korelacji rangowej między wykorzystanymi miarami efektywności funduszy nieruchomości (tabela 39.). Korelacja rang Spermmana wykazała, że wybrane miary efektywności są nisko lub średnio skorelowane, z wyjątkiem współczynnika Sharpe’a i współczynnika Sortino z MAR równej poziomowi inflacji. Wysoki poziom korelacji między tymi miarą stóp zwrotu związany jest ze zbieżnością wartości stopy wolnej od ryzyka wykorzystanej do obliczenia wartości współczynnika Sharpe’a i poziomem

inflacji. Natomiast zaskoczeniem jest wysoka korelacja między współczynnikiem Sortino z MAR równej średniej stopie zwrotu funduszy nieruchomości i Uogólnionego Współczynnika Sharpe'a.

**Tabela 39. Korelacja rang Spearmana między miarami efektywności**

	<b>R</b>	<b>Sh</b>	<b>T</b>	<b>AJ</b>	<b>Sor1</b>	<b>Sor2</b>	<b>UWSh</b>
R	1,00	-0,05	0,00	-0,45	-0,07	0,69	0,52
Sh	-0,05	1,00	0,05	0,16	<b>0,98</b>	-0,64	<b>-0,81</b>
T	0,00	0,05	1,00	0,10	0,00	-0,19	-0,05
AJ	-0,45	0,16	0,10	1,00	0,21	-0,23	-0,28
Sor1	-0,07	<b>0,98</b>	0,00	0,21	1,00	-0,62	<b>-0,78</b>
Sor2	0,69	-0,64	-0,19	-0,23	-0,62	1,00	<b>0,92</b>
UWSh	0,52	<b>-0,81</b>	-0,05	-0,28	<b>-0,78</b>	<b>0,92</b>	1,00

Korelacje statystycznie istotne przy  $\alpha=0,05$  pogrubiono.

Sh – współczynnik Sharpe'a, T – współczynnik Treynora, AJ – alfa Jensena, Sor1 – współczynnik Sortino (MAR = poziom inflacji), Sor2 – współczynnik Sortino (MAR = średnia stopa zwrotu badanych funduszy nieruchomości), UWSh – uogólniony współczynnik Sharpe'a.

Źródło: opracowanie własne.

Porównanie wartości wskaźników Sharpe'a dla funduszy z wynikami portfeli wzorcowych wskazuje na efektywność w długim okresie wszystkich funduszy nieruchomości z wyjątkiem funduszu Opera Terra (tabela 40.). Natomiast porównując wartości wskaźnika Treynora za efektywne można uznać tylko fundusz Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Ipopema Rynku Mieszkaniowego i Investor Property.

Uogólniony współczynnik Sharpe'a oraz współczynnik Sortino ze średnią stopą zwrotu wszystkich funduszy nieruchomości wskazał na efektywność Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH Sektora Nieruchomości 2, Investor Property oraz Ipopema Rynku Mieszkaniowego. Wskaźnik Sortino 2 dodatkowo wskazuje na efektywność funduszu Opera Terra. Z kolei alfa Jensena wykazała efektywność Arki Fundusz Rynku Nieruchomości oraz Investor Property. Ujemne wartości współczynnika Sortino z poziomem inflacji wskazują na nieefektywność wszystkich funduszy nieruchomości.

**Tabela 40. Porównanie stóp zwrotu funduszy nieruchomości z portfelami wzorcowymi**

Fundusz	Sh	UWSh	T	AJ	Sor1	Sor2
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	E	E	E	E	–	–
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2	E	–	–	–	–	E
BPH Sektora Nieruchomości	E	–	–	–	–	–
BPH Sektora Nieruchomości 2	E	–	–	–	–	E
Investor Property	E	E	E	E	–	E
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	E	E	E	–	–	E
Opera Terra	–	–	–	–	–	E
Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości	E	–	–	–	–	–

„E” oznacza efektywność funduszu, „–” brak efektywności.

Sh – współczynnik Sharpe’a, T – współczynnik Treynora, UWSh – uogólniony współczynnik Sharpe’a, AJ – alfa Jensena, Sor1 – współczynnik Sortino (MAR = poziom inflacji), Sor2 – współczynnik Sortino (MAR = średnia stopa zwrotu badanych funduszy nieruchomości).

Źródło: opracowanie własne.

Najwięcej wskazań efektywności ma fundusz Investor Property, który został wskazany aż przez pięć miar. Natomiast na efektywność funduszu Skarbiec Rynku Mieszkaniowego i Opera Terra wskazują wartości tylko jednej miary. Pozostałe fundusze uznać można za efektywne w oparciu o trzy lub cztery miary.

Uwzględniając efektywność funduszy nieruchomości wykazaną przez wskaźniki zawierające ryzyko całkowite i rynkowe należy stwierdzić, że zarządzający tylko dwoma funduszami nieruchomości (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości i Investor Poropety) uzyskują ponadprzeciętne stopy zwrotu dzięki odpowiedniemu doborowi lokat do portfeli inwestycyjnych. W przypadku pozostałych funduszy zarządzający osiągają niższe stopy zwrotu niż benchmarki.

Ciekawy wniosek wynika z porównania stóp zwrotu funduszy nieruchomości i poziomu inflacji. Okazuje się, że żaden z badanych funduszy nie osiągnął w długim okresie wyników inwestycyjnych wyższych niż inflacja. Do podobnych wniosków prowadzi porównanie kwartalnych zwykłych stóp zwrotu z poziomem inflacji (tylko w 30% przypadków stopy zwrotu przewyższały poziom inflacji).

Inaczej kształtuje się efektywność funduszy nieruchomości, gdy wzorcem odniesienia jest średnia stopa zwrotu wszystkich funduszy. Za efektywne można uznać prawie wszystkie fundusze nieruchomości (bez Arki Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości i Skarbca Rynku Nieruchomości). Uzyskany wynik jest zaskakujący, ze względu na wykazanie braku efektywności wyłącznie przez najdłużej działające fundusze, co może być związane z likwidacją i przygotowaniem do likwidacji tych funduszy.

W celu sprawdzenia efektywności funduszy nieruchomości w krótkim okresie podzielono okres badawczy na roczne podokresy. Za każdy rok, w którym fundusz nieruchomości był efektywny otrzymywał jeden punkt. Za brak efektywności zero punktów. Końcowy rezultat przedstawiono w tabeli 41. Szarym tłem wyróżniono fundusze efektywne w długim okresie i pogrubioną czcionką oznaczono fundusze efektywne w minimum 70% okresów.

**Tabela 41. Liczba okresów z ponadprzeciętnymi stopami zwrotu**

Fundusz	Liczba okresów	Sh	UWSh	T	AJ	Sor1	Sor2
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	8	<b>7</b>	2	<b>6</b>	0	2	4
Arka Rynku Nieruchomości 2	4	<b>4</b>	2	<b>4</b>	0	2	<b>3</b>
BPH Sektora Nieruchomości	7	<b>5</b>	4	<b>6</b>	1	1	1
BPH Sektora Nieruchomości 2	4	<b>3</b>	2	<b>3</b>	0	1	<b>3</b>
Investor Property	2	<b>2</b>	1	<b>2</b>	0	0	<b>2</b>
Ipopema Rynku Mieszkaniowego	2	<b>2</b>	0	1	1	1	<b>2</b>
Opera Terra	4	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	1	0	<b>1</b>
Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości	6	<b>5</b>	2	<b>5</b>	0	1	2

Sh – współczynnik Sharpe’a, T – współczynnik Treynora, UWSh – uogólniony współczynnik Sharpe’a, AJ – alfa Jensena, Sor1 – współczynnik Sortino (MAR = poziom inflacji), Sor2 – współczynnik Sortino (MAR = średnia stopa zwrotu badanych funduszy nieruchomości).

Źródło: opracowanie własne.

Efektywność funduszy nieruchomości w krótkim okresie znacząco odbiega od efektywności w długim okresie. Wyniki pokrywają się tylko w przypadku współczynnika Sharpe’a oraz częściowo dla współczynnika Treynora i współczynnika Sortino z MAR równej średniej stopie zwrotu wszystkich funduszy nieruchomości. Warto zwrócić uwagę na wykazanie efektywności funduszu Opera Terra w krótkim okresie.

Fundusze nieruchomości ze względu na realizowane strategie inwestycyjne mogą nie osiągać ponadprzeciętnych stóp zwrotu w krótkich okresach czasu. Zrealizowane inwestycje deweloperskie czy nowe lokaty wpływają na zwiększenie stóp zwrotu w większości przypadków dopiero po kilku okresach.

## 5.6. Wnioski końcowe

Przeprowadzone analizy wpływu determinant o charakterze makro- i mikroekonomicznym na stopy zwrotu polskich publicznych funduszy nieruchomości została przeprowadzona z podziałem na długi i krótki okres. Do analizy w długim okresie wykorzystano test zależności przyczynowej w sensie Grangera, którego podstawą jest założenie o zmierzaniu do równowagi długookresowej przez zmienne. Natomiast do zbadania oddziaływania determi-

nant ekonomicznych w krótkim okresie wykorzystano równania regresji. Analizę w długim i krótkim okresie uzupełniono o analizę finansową i badanie efektywności funduszy nieruchomości.

Dla wszystkich<sup>19</sup> funduszy nieruchomości wykazana została zależność przyczynowa z jedną determinantą o charakterze makro- lub mikroekonomicznym (tabela 42.). Wyjątek stanowi BPH Sektora Nieruchomości, dla którego zależność przyczynową w sensie Grangera ze stopami zwrotu wykazano dla dwóch determinant – poziomu kosztów i PKB. W przypadku Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i Skarbiec Rynku Nieruchomości istotna okazała się zależność przyczynowa między PKB a stopami zwrotu tych funduszy. Z kolei dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH Sektora Nieruchomości 2 i Investor Property – odpowiednio czas funkcjonowania, WAN i aktywa pięciu największych banków.

**Tabela 42. Wpływ determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w długim okresie**

Fundusz	Kapitalizacja giełdy	Aktywa pięciu największych banków	Poziom inflacji	PKB <i>per capita</i>	PKB	Koszty	WAN	Czas funkcjonowania
Arka	brak	brak	brak	brak	brak	brak	brak	brak
Skarbiec	brak	brak	brak	brak	istnieje	brak	brak	brak
BPH	brak	brak	brak	brak	istnieje	istnieje	brak	brak
Arka 2	brak	brak	–	brak	brak	brak	–	istnieje
BPH 2	brak	brak	–	brak	brak	brak	brak	brak
Opera	brak	brak	–	brak	brak	brak	brak	brak
Investor	–	istnieje	–	brak	–	brak	–	brak

„–” oznacza brak spełnienia warunków do przeprowadzenia testu zależności przyczynowej w sensie Grangera.

Arka – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec – Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH – BPH Sektora Nieruchomości, Arka 2 – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH 2 – BPH Sektora Nieruchomości 2, Opera – Opera Terra, Investor – Investor Property.

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki można wyjaśnić wykorzystując etapy działalności, w jakich znajdują się badane fundusze. Arka Fundusz Rynku Nieruchomości i BPH Sektora Nieruchomości są w trakcie likwidacji i spieniężania posiadanych lokat. Powoduje to zwiększenie wrażliwość stóp zwrotu tych funduszy na sytuację ogólnogospodarczą, która wpływa na zmiany wartości posiadanych lokat, w szczególności nieruchomości przeznaczonych na sprzedaż. Skarbiec

<sup>19</sup> Bez Ipopemy Rynku Mieszkaniowego, dla której nie było możliwości przeprowadzenia testu zależności przyczynowej w sensie Grangera ze względu na zbyt krótki szereg czasowy.

Rynku Nieruchomości inwestuje aktywa na rynku nieruchomości mieszkalnych, który jest szczególnie wrażliwy na zmiany sytuacji ogólnogospodarczej, co zwiększa podatność tego funduszu na wpływ poziomu PKB. Z kolei Investor Property przez udzielenie wysoko ryzykownej pożyczki firmie deweloperskiej i w późniejszym okresie lokowaniu wszystkich środków na lokatach bankowych wykazuje zależność przyczynową z sektorem bankowym. Natomiast Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 i BPH Sektora Nieruchomości 2 są młodymi funduszami, które zakończyły budowanie portfeli inwestycyjnych.

Z kolei na podstawie wyników analizy finansowej można stwierdzić, że im wyższy udział opłat za zarządzanie w kosztach całkowitych, tym wyższe wartości wskaźnika rentowności działalności lokacyjnej, co w umiarkowanym stopniu przekłada się na wysokość stóp zwrotu. Dekompozycja wskaźnika rentowności lokat wykazała większy wpływ wyniku z operacji od wpływu zmian stanu lokat. Wynik ten nie jest zaskoczeniem ze względu na stabilność portfeli inwestycyjnych funduszy nieruchomości i opieraniu strategii inwestycyjnych przez fundusze nieruchomości na przychodach bieżących z posiadanych lokat i wzrostu ich wartości w czasie.

Wysokość przychodów i niezrealizowany zysk (strata) z wyceny lokat pozwala na dokonanie oceny realizacji strategii inwestycyjnych przez zarządzających. W przypadku dwóch funduszy (Opery Terra i Investor Property) uwzględnić należy dodatkowo zrealizowany zysk (stratę) ze sprzedaży lokat, co wynika z innych polityk inwestycyjnych w porównaniu do klasycznych funduszy nieruchomości. Klasyczne fundusze nieruchomości, które opierają polityki inwestycyjne na inwestowaniu w obiekty o różnych przeznaczeniach i utrzymywaniu ich w portfelach inwestycyjnych przez długi okres należy stwierdzić, że zarządzający dokonali trafnych wyborów obiektów i projektów deweloperskich. Przynosiły one bieżący przychód na porównywalnym poziomie w każdym roku działalności funduszy.

W latach 2004-2008 posiadane lokaty nabierały wartości, co tylko wzmacnia stwierdzenie o dobrym zainwestowaniu środków przez zarządzających. Niespodziewany kryzys finansowy z 2007 r. i późniejsze spowolnienie gospodarcze odbiło się na wynikach inwestycyjnych funduszy nieruchomości w postaci straty z wyceny lokat. Młodsze fundusze, które rozpoczęły działalność w 2008 r. (i później) miały możliwość skorygowania strategii inwestycyjnych i uwzględnienia zmian, jakie zaszły na rynku nieruchomości (najważniejsze z nich to spadek stawek czynszu i wzrost poziomu pustostanów). Z takiej możliwości skorzystali zarządzający funduszem Opera Terra, której strategia inwestycyjna oparta jest na lokowaniu środków w akcje firm związanych z sektorem nieruchomości. Z kolei powstałe w 2010 r. dwa fundusze realizują jeszcze inne polityki inwestycyjne. Investor Property skoncentrował swoją

działalność na udzieleniu ryzykownej pożyczki firmie deweloperskiej, z kolei Ipopema Rynku Mieszkaniowego specjalizuje się w pakietowym kupowaniu mieszkań od deweloperów.

Sposób realizowania strategii inwestycyjnej wpływa na wartości wskaźnika rentowności działalności lokacyjnej, którego wartość w długim okresie dla funduszy nieruchomości jest na niskim i średnim poziomie.

Realizacja strategii inwestycyjnych funduszy nieruchomości przekłada się na wysokość stóp zwrotu ważonych ryzykiem inwestycyjnym. Miary efektywności wskazują, że tylko dwa fundusze osiągają ponadprzeciętne stopy zwrotu. Są to: Arka Fundusz Rynku Nieruchomości i Investor Property. Wyniki inwestycyjne pozostałych funduszy w długim okresie są niższe od stóp zwrotu benchmarków.

W celu uszeregowania oddziaływania determinant ekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w krótkim okresie dokonano wartościowania uzyskanych wyników. Wyniki podzielono na grupy wykorzystując kwantyle (wykorzystano wartości bezwzględne wyników w celu zachowania poziomu oddziaływania determinant). Wynikom, których wartości:

- były równe zero przypisano wartość 0,
- były mniejsze niż wartość  $Q_1$  przypisano wartość -1 lub 1<sup>20</sup>,
- zawarte były w przedziale  $Q_1$  – mediana przypisano wartość -2 lub 2;
- zawarte były w przedziale mediana –  $Q_3$  przypisano wartość -3 lub 3,
- były większe od  $Q_3$  przypisano wartość -4 lub 4.

Opierając się na zbliżonym poziomie oddziaływania poszczególnych determinant na fundusze nieruchomości zsumowano uzyskane wyniki, co pozwoliło na uszeregowanie determinant od najsilniej do najsłabiej oddziaływujących. Syntetyczne wyniki przedstawiono w tabeli 43.

---

<sup>20</sup> Wartości ujemne nadawano ujemnym wartościom parametrów równań regresji i wartości dodatnie – dodatnim wartościom parametrów równań regresji.

**Tabela 43. Wpływ determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w krótkim okresie**

Fundusz	Kapitalizacja giełdy	Aktywa pięciu największych banków	Poziom inflacji	PKB	Historyczne stopy zwrotu	Koszty	WAN	Czas funkcjonowania
Arka	-1	-1	3	2	-3	4	-4	–
Skarbiec	0	1	2	2	-4	-2	-3	–
BPH	1	1	-2	-2	4	2	-4	–
Arka 2	-1	-1	–	2	-3	4	–	3
BPH 2	0	0	–	-2	-3	4	-4	-3
Opera	-1	-1	–	3	-4	-3	-3	3
Ipopema	–	1	–	–	-4	4	–	-3
Investor	–	-2	–	–	-4	4	–	3
Wpływ <sup>1</sup>	4	8	7	13	29	27	18	15

<sup>1</sup> suma wartości bezwzględnych.

„–” oznacza brak stacjonarności pierwszej różnicy zmiennej.

Arka – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec – Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH – BPH Sektora Nieruchomości, Arka 2 – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH 2 – BPH Sektora Nieruchomości 2, Opera – Opera Terra, Ipopema – Ipopema Rynku Mieszkaniowego, Investor – Investor Property.

Źródło: opracowanie własne.

Najsilniej oddziaływującą determinantą w krótkim okresie na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości są historyczne stopy zwrotu i poziom kosztów. W średnim stopniu wpływa WAN, czas funkcjonowania i poziom PKB. Najsłabiej – poziom rozwoju systemu finansowego i poziom inflacji.

Wpływ historycznych stóp zwrotu jest negatywny w przypadku prawie wszystkich funduszy nieruchomości. Dodatkowo oddziaływanie wykazane zostało dla BPH Sektora Nieruchomości. Najsilniejszy wpływ tej determinanty wynika z realizowanych strategii inwestycyjnych przez fundusze nieruchomości, które mają długoterminowy charakter oraz charakteryzują się ponoszeniem wysokich kosztów w początkowych fazach inwestycji.

Krótkookresowe oddziaływanie kosztów na stopy zwrotu funduszy nieruchomości należy rozpatrywać z dwóch poziomów – wpływu na przychody z lokat netto oraz powiązania z opłatami za zarządzanie.

Wysokość ponoszonych kosztów w okresie  $t$  wpływa na wysokość stóp zwrotu w następnym okresie poprzez zmniejszanie lub zwiększanie wyniku z operacji. Im niższe koszty, tym wyższe są przychody z lokat netto i większy wzrost WAN. Uwagę należy zwrócić także na źródło pokrywania kosztów. Przychody większości funduszy nieruchomości są wyższe niż ponoszone przez nie koszty. Odwrotnie jest w przypadku BPH Sektora Nieruchomości i Ope-



ry Terra. Dodatni wpływ kosztów na stopy zwrotu wszystkich funduszy nieruchomości w krótkim okresie wynika z przeważania w ich strukturze opłat za zarządzanie, które uzależnione są od WAN. Im wyższe WAN, tym większe wynagrodzenie dla zarządzających. W interesie zarządzających jest utrzymywanie WAN na stałym poziomie lub zwiększanie wartości aktywów netto. Dodatkowym elementem wynagrodzenia zarządzających jest opłata zmienna za wyniki inwestycyjne. Wpływ tej zmiennej jest marginalny i nie motywuje zarządzających.

Do ciekawych wniosków prowadzi analiza ponoszonych kosztów w rocznych okresach. Skarbiec Rynku Nieruchomości jako jedyny fundusz utrzymuje koszty całkowite na niskim i stabilnym poziomie oraz Opera Terra zmniejsza poziom kosztów z roku na rok. Natomiast inne fundusze utrzymują koszty na wysokich poziomach bez względu na etap działalności. Nawet w okresie spowolnienia gospodarczego oraz osłabienia sytuacji na rynku nieruchomości koszty nie zostały zoptymalizowane, a tym bardziej zmniejszone.

Jak wykazała korelacja rangowa Spearmana wskaźnik poziomu kosztów całkowitych funduszy jest nieznacznie i ujemnie skorelowany z wskaźnikiem rentowności działalności lokacyjnej. Z kolei korelacja rangowa udziału kosztów wynagrodzenia w kosztach całkowitych z rentownością lokat ma dwukrotnie większą moc i ten sam kierunek oddziaływania.

Uzupełnieniem analizy wpływu determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu w krótkim okresie jest określenie ich efektywności. Według wskaźnika Sharpe'a wszystkie fundusze nieruchomości były efektywne. Uogólniony Wskaźnik Sharpe'a wskazuje tylko na efektywność Opery Terra. Z kolei miary efektywności zawierające ryzyko rynkowe wykazują różne rezultaty. Wskaźnik Treynora pokazuje, że wszystkie fundusze (z wyjątkiem Ipopemy Rynku Nieruchomości) osiągają w krótkich okresach ponadprzeciętne stopy zwrotu. Z kolei na podstawie alfy Jensena wszystkie fundusze należy uznać za nieefektywne.

Wskaźnik Sortino z MAR równej poziomowi inflacji, podobnie jak w długim okresie, ocenia fundusze nieruchomości jako nieefektywne. Natomiast wskaźnik Sortino z MAR równej średniej stopie zwrotu wszystkich funduszy nieruchomości, pozwala określić efektywność czterech funduszy (również wskazanych w długim okresie).

## Zakończenie

Podstawą działalności funduszy nieruchomości jest bezpośrednio lub pośrednio lokowanie aktywów na rynku nieruchomości. Ta charakterystyczna cecha funduszy nieruchomości powoduje przełamanie bariery kapitałochłonności inwestycji i umożliwia szerokiemu kręgu inwestorów na pośrednie inwestycje w instrumenty rynku nieruchomości. Z drugiej strony fundusze nieruchomości przekształcają kapitały krótkookresowe w długoterminowe i uczestniczą w transferze kapitałów i ryzyka między rynkiem kapitałowym i nieruchomości, co przyczynia się do rozwoju tych rynków i ma pozytywny wpływ na sytuację ogólnogospodarczą.

Konstrukcja rozprawy i przeprowadzony wywód pozwoliły na wypełnienie zadań sformułowanych w celu głównym i celach szczegółowych, które zostały zawarte we wstępie pracy.

Scharakteryzowanie rodzajów funduszy nieruchomości oraz zilustrowanie zasad funkcjonowania funduszy nieruchomości na amerykańskim i europejskich rynkach i realizowanych przez nie strategii inwestycyjnych wykorzystane zostało jako wprowadzenie do problematyki funkcjonowania rynków funduszy nieruchomości, co umożliwiło realizację pierwszego i drugiego celu szczegółowego. Osiągnięcie tych celów szczegółowych pozwoliło na wyznaczenie determinant, które mogą wpływać na stopy zwrotu funduszy nieruchomości.

Trzeci cel szczegółowy został zrealizowany poprzez zaprezentowanie historii polskiego rynku funduszy nieruchomości, ze wskazaniem determinant, które miały wpływ na kształt podmiotowy i przedmiotowy tego rynku oraz przedstawienie rynku funduszy nieruchomości na tle rynku funduszy inwestycyjnych. W realizacji tego celu szczególny nacisk położono na determinanty prawno-podatkowe, które wpływają na strukturę rynku funduszy nieruchomości (wpływ ten wyraża się w przewadze funduszy prywatnych i specjalistycznych nad publicznymi).

Realizacja czwartego celu szczegółowego wymagała zidentyfikowania determinant o charakterze ekonomicznym, które najsilniej wpływają na funkcjonowanie amerykańskich i europejskich funduszy nieruchomości i ich wyniki inwestycyjne w długim i krótkim okresie. Na podstawie badań literatury scharakteryzowano najważniejsze determinanty makro- i mikroekonomiczne, co pozwoliło na wytypowanie determinant o największym wpływie na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w Polsce i jednocześnie osiągnięcie czwartego celu rozprawy.

Zidentyfikowane determinanty ekonomiczne zostały wykorzystane w badaniu kierunku i siły oddziaływania ich na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości. W pierw-

szym kroku wykorzystując test zależności przyczynowej w sensie Grangera określone zostało istnienie lub brak oddziaływania determinant ekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w długim okresie. Następnie obliczono mnożniki długookresowe, których wartości pozwalają na określenie kierunku i siły oddziaływania. Dowiedziono, że na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w długim okresie wpływa więcej determinant mikro- niż makroekonomicznych. W drugim kroku przeprowadzono estymacje równań regresji, w których zmiennymi objaśniającymi były zidentyfikowane determinanty makro- i mikroekonomiczne. Na podstawie wartości parametrów strukturalnych równań określono kierunek i siłę wpływu badanych determinant na stopy zwrotu. Na podstawie wartości mnożników krótkookresowych stwierdzono, że na wyniki inwestycyjne funduszy w krótkim okresie oddziałuje również więcej determinant mikro- niż makroekonomicznych. Konkludując, należy stwierdzić, że piąty cel szczegółowy został w pełni zrealizowany.

W dalszej części procedury badawczej dokonano oceny dochodowości i efektywności zarządzania funduszami nieruchomości wykorzystując analizę finansową. Uwaga skupiona została na rentowności aktywów i działalności lokacyjnej, co wynika z głównego zadania zarządzających, którym jest lokowanie posiadanych aktywów i zwiększanie ich wartości w czasie. Następnie zwrócono uwagę na poziom kosztów, który jest generowany w celu uzyskania przychodów. Na koniec porównano wartości wskaźników z wysokościami stóp zwrotu. Wyciągnięte wnioski z analizy pokrywają się ze stwierdzeniami dotyczącymi kierunku i siły oddziaływania determinant mikroekonomicznych na stopy zwrotu funduszy. Analiza finansowa okazała się być przydatna do osiągnięcia szóstego celu szczegółowego. Wykorzystane wskaźniki mogą okazać się pomocnymi w ocenie dochodowości i efektywności zarządzania w przypadku innych typów funduszy inwestycyjnych.

W ostatniej części badania przeprowadzono ocenę efektywności funduszy nieruchomości w oparciu o stopy zwrotu ważone ryzykiem. Punktem wyjścia było przygotowanie portfeli wzorcowych. W trakcie tego działania wykazano, że fundusze nieruchomości są nisko skorelowane z cenami akcji lub wcale. Brak możliwości wykorzystania indeksów giełdowych spowodował, że autor musiał skonstruować na potrzeby rozprawy benchmarki. W tym celu stworzono dwa indeksy ważone aktywami netto funduszy oraz indeks oparty na zmianach cen transakcyjnych nieruchomości mieszkalnych z rynku pierwotnego. Następnie oceniono efektywność funduszy nieruchomości w oparciu o stopy zwrotu ważone ryzykiem. Porównując wysokość stóp zwrotu z poziomem inflacji stwierdzono, że osiągnane przez fundusze nieruchomości wyniki inwestycyjne są niższe od poziomu inflacji. Oznacza to, że udało się zrealizować zarówno siódmy, jak i ósmy cel szczegółowy.

Zrealizowanie wszystkich celów szczegółowych pozwoliło na osiągnięciu celu głównego rozprawy, czyli zidentyfikowanie determinant makro- i mikroekonomicznych wpływających na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce w długim i krótkim okresie. Wyniki testu zależności przyczynowej w sensie Grangera wykazały wpływ różnych determinant na stopy zwrotu badanych funduszy nieruchomości w długim okresie. Dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości i Skarbiec Rynku Nieruchomości istotna okazała się zależność przyczynowa między PKB i stopami zwrotu tych funduszy. W przypadku pozostałych funduszy wykazane zostały następujące zależności przyczynowe:

- czas funkcjonowania dla Arki Fundusz Rynku Nieruchomości 2,
- WAN dla BPH Sektora Nieruchomości 2,
- aktywa pięciu największych banków dla Investor Property.

Natomiast w krótkim okresie wykazany został również większy wpływ determinant mikroekonomicznych niż makroekonomicznych, w szczególności poziom kosztów. Wskazane zostały także inne cechy charakterystyczne funduszy nieruchomości – WAN i historyczne stopy zwrotu.

Hipoteza badawcza rozprawy zakładała, że największy wpływ na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w Polsce wśród determinant o charakterze ekonomicznym ma realizowana przez zarządzających strategia inwestycyjna.

W badaniu przyjęto, że realizacja strategii inwestycyjnych przez zarządzających wyrażana jest w historycznych stopach zwrotu, poziomie kosztów i WAN. Wysokość i wartość tych cech uzależniona jest od rezultatów podjętych przez zarządzających działań inwestycyjnych.

Na podstawie wyników wpływu determinant ekonomicznych w długim okresie należy stwierdzić, że hipoteza została zweryfikowana pozytywnie tylko dla dwóch funduszy nieruchomości. Na stopy zwrotu BPH Sektora Nieruchomości w długim okresie oddziałuje poziom kosztów i poziom PKB. Natomiast na wyniki inwestycyjne BPH Sektora Nieruchomości 2 wpływ ma wartość aktywów netto. Dla pozostałych funduszy nieruchomości wykazano istnienie zależności z innymi determinantami i hipotezę należy odrzucić.

Z kolei wyniki badań oddziaływania determinant ekonomicznych na stopy zwrotu funduszy nieruchomości w krótkim okresie wykazały, że najsilniej na wyniki inwestycyjne wszystkich badanych funduszy wpływają historyczne stopy zwrotu i poziom kosztów, co pozwala na pozytywne zweryfikowanie hipotezy badawczej.

Niewątpliwie jednym z ważniejszych zagadnień wymagających dalszych badań jest ocena działalności i uzyskanych wyników inwestycyjnych przez kończące działalność fundusze nieruchomości. Poniżej wskazano najważniejsze kierunki dalszych badań. Są to:

- ocena dochodowości i efektywności zarządzania prywatnymi i specjalistycznymi funduszami nieruchomości oraz ocena efektywności ich wyników inwestycyjnych,
- wykorzystanie innych metod statystycznych umożliwiających badania krótkich szeregów czasowych oraz metod ekonometrycznych eliminujących wpływ niestacjonarności zmiennych,
- dalsze badania nad oddziaływaniem różnych determinant na stopy zwrotu funduszy nieruchomości.

## Bibliografia

### Pozycje zwarte

1. Antkiewicz, S., *Wyceny certyfikatów inwestycyjnych funduszy nieruchomości działających w Polsce w okresie zawirowań na rynkach finansowych*, w: Przybylska-Kapuścińska, W., Handschke, J., *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań, s. 253-265.
2. Białoń, L., Marciniak, S., 2013, *Makro- i mikroekonomia. Podstawowe problemy współczesności*, wyd. 5, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
3. Białous, K., 2007, *Modele wieloczynnikowe jako mierniki oceny efektywności inwestycji w fundusze inwestycyjne*, w: Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), w: *Instytucje i instrumenty funkcjonowania gospodarki rynkowej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań, s. 92-108.
4. Borowski, G., 2006, *Perspektywy rozwoju w Polsce funduszy inwestycyjnych otwartych lokujących w nieruchomości*, w: Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), *Funkcjonowanie rynku pieniężnego i kapitałowego*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu Nr 52, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań, s. 272-301.
5. Borowski, G., 2011, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa.
6. Bryx, M., 2006, *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, "Poltext", Warszawa.
7. Brzozowski, M., 2009, *Wpływ rozwoju rynków finansowych i stabilności kursu walutowego na wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*, w: NBP, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej. Projekty badawcze, część 1*, NBP, Warszawa, s. 288-321.
8. Buczek, S., Grygiel, A., 2006, *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne. Pierwsze starcie*, Szkoła Główna Handlowa Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
9. Bullock, C., 1916, *The Massachusetts Income Tax*, Old Colony Trust Company, Boston.
10. Chan, S.H., Erickson, J., Wang, K., 2003, *Real estate investment trusts. Structure, performance, and investment opportunities*, Oxford University Press, Oxford.
11. Charemza, W., Deadman, D.F., 1997, *Nowa ekonometria*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
12. Corner, D.C., Stafford, D.C., 1977, *Open-end investment funds in the EEC and Switzerland*, The Macmillan Press, London.
13. Dawidowicz, D., 2008, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, CeDeWu, Warszawa.
14. Dębski, W., 2010, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, wyd. 5, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
15. Dyl, M., 2001, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Konieczny i Kruszewski, Warszawa.
16. Fatuła, D., 2009, *Zachowania finansowe gospodarstw domowych a zmiany koniunktury gospodarczej*, w: Garczarczyk, J. (red.), w: *Rynek usług finansowych a koniunktura gospodarcza*, CeDeWu, Warszawa, s. 129-137.

17. Gabryelczyk, K., 2004, *Czynniki determinujące rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, w: Czekaj, J. (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej. Rynki finansowe, Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej nr 4*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków, s. 283-293.
18. Gabryelczyk, K., 2008, *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce a wzrost gospodarczy*, w: Bednarczyk, J.L., Bukowski, S., Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), *Polityka wzrostu gospodarczego w Polsce i w Unii Europejskiej. Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, CeDeWu, Warszawa, s. 221-231.
19. Gabryelczyk, K., Borowski, G., 2003, *Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce*, w: Pawłowicz, L., Wierzba, R.J. (red.), *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, CeDeWu, Warszawa, s. 105-117.
20. Gawron, H., 2006, *Optymalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań.
21. Gruszczyńska-Broźbar, E., 2007, *Uczestnicy rynku finansowego*, w: Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer Polska, Kraków, s. 19-28.
22. Jajuga, T., Jajuga, K., 2007, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
23. Jaworski, W.L., Zawadzka, Z., Badowski, I., 2001, *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa.
24. Keynes, J.M., 1985, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
25. Korenik, D., 2003, *Oszczędzanie indywidualne w Polsce. Produkty różnych pośredników i ich atrakcyjność*, Wydaw. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
26. Krawiec, W., 2005, *Rating funduszy inwestycyjnych – proces przyznawania, skale*, w: Ronka-Chmielowiec, W., Jajuga, K. (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek nr 1*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław, s. 288-295.
27. Krupa, D., 2008, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa.
28. Kucharska-Stasiak, E., 2006, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
29. Kucharska-Stasiak, E., 2007, *Tendencje zmian rynku nieruchomości w procesie integracji Polski z Unią Europejską*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
30. Kucharska-Stasiak, E., Załęczna, M., Żelazowski, K., 2012, *Wpływ procesu integracji Polski z Unią Europejską na rozwój rynków nieruchomości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
31. Kulpaka, P., 2008, *Zmiany struktury oszczędności finansowych gospodarstw domowych w Polsce*, w: Bednarczyk, J.L., Bukowski, S., Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), w: *Polityka wzrostu gospodarczego w Polsce i w Unii Europejskiej. Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, CeDeWu, Warszawa, s. 173-184.
32. Kusideł, E., 2000, *Modele VAR. Metodologia i zastosowania*, w: Suchecki, B. (red.), w: *Dane panelowe i modelowanie wielowymiarowe w badaniach ekonomicznych*, Absolwent, Łódź.

33. Leszczuk, A., 2011, *Fundusze nieruchomości*, w: Perez, K., Ziarko-Siwiek, U. (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa, s. 33-54.
34. Marcinkowska, M., 2007, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa.
35. McKinney, F.C., 1914, *Legal investments for trust funds*, Trust Companies Publishing Association, New York.
36. Milewski, R., Kwiatkowski, E. (red.), 2006, *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
37. Mishkin, F.S., 2002, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
38. Miziołek, T., 2005, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce rok po akcesji do Unii Europejskiej*, w: Karpuś, P., Węclawski, J., Asyngier, R. (red.), *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce. Instytucje finansowe i mechanizmy ich funkcjonowania nr 1*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin, s. 243-261.
39. Miziołek, T., 2007, *Fundusze inwestycyjne lokujące aktywa na rynku nieruchomości*, w: Karpuś, P., Węclawski, J., *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin, s. 150-157.
40. Pawlukowicz, R., 2007, *O wschodzącym rynku polskich funduszy nieruchomości*, w: Tarczyński, W. (red.), *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 2, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 331-340.
41. Perez, K., 2012a, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
42. Perez, K., 2012b, *Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne*, Difin, Warszawa.
43. Polański, Z., 2008, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: Pietrzak, B., Polański, Z., Woźniak, B. (red.), *System finansowy w Polsce*, wyd. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 15-68.
44. Przybylska-Kapuścińska, W., Borowski, G., 2004, *Opodatkowanie inwestycji jako czynnik determinujący rozwój polskiego rynku instytucji wspólnego inwestowania*, w: Dziawgo, D. (red.), *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń, s. 369-391.
45. Reilly, F.K., Brown, K.C., Nowak, A.Z., 2001, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
46. Sas Kulczycka, K., Choryło, D., Król, J., Lasota, Z., 1998, *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG-Press, Warszawa.
47. Scratchley, A., 1875, *On Average Investment Trusts*, Shaw, London.
48. Sopoćko, A., 2005, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
49. Szelągowska, A., 2008, *Fundusze rynku nieruchomości w Polsce*, w: Pruchnicka-Grabias, I. (red.), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa, s. 113-155.



50. Szelańska, A., 2009, *Rozwój funduszy rynku nieruchomości na polskim rynku finansowym a tendencje światowe*, w: Antkiewicz, S., Kalinowski, M. (red.), *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa, s. 45-63.
51. Szyszka, A., 2009, *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań.
52. Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K., 2013, *Współczynnik beta. Teoria i praktyka*, Pielaszek Research, Warszawa.
53. Trzebiński, A.A., 2012a, *Ewolucja polskiego rynku funduszy nieruchomości*, w: Świądek, A. (red.), *Gospodarka XXI wieku. Innowacyjność, ekonomika i organizacja*, wyd. 2., Naukowe Wydawnictwo IVG, Szczecin, s. 5-25.
54. Trzebiński, A.A., 2012b, *Fundusze inwestycyjne a oszczędności Polaków*, w: Zieliński, E.Z. (red.), *Rola informatyki w naukach ekonomicznych i społecznych. Innowacje i implikacje interdyscyplinarne*, Wyższa Szkoła Handlowa w Kielcach, Kielce, s. 461-471.
55. Trzebiński, A.A., 2013a, *Strategie inwestycyjne polskich, europejskich i amerykańskich funduszy nieruchomości*, w: Gołębska, E. (red.), *Gospodarka. Technologia. Zarządzanie, Studia doktorantów 12*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań, s. 133-145.
56. Wiśniewska, M.A., 2011, *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

#### Artykuły

57. Adams, J.C., Mansi, S.A., Nishikawa, T., 2012, *Are mutual fund fees excessive?*, *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, no. 8, s. 2245-2259.
58. Allen, F., 1990, *The market for information and the origin of financial intermediation*, *Journal of financial intermediation*, vol. 1, no. 1, s. 3-30.
59. Allen, F., Santomero, A.M., 1998, *The theory of financial intermediation*, *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, no. 11, s. 1461-1485.
60. Allen, F., Santomero, A.M., 2001, *What do financial intermediaries do?*, *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, no. 2, s. 271-294.
61. Augustyniak, H., Łaszek, J., Olszewski, K., Waszczuk, J., 2012, *Cykle na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych, ryzyko dla inwestora oraz potrzeba adekwatnej i ostrożnej wyceny*, MPRA Paper No. 41070.
62. Bannier, C.E., Fecht, F., Tyrell, M., 2007, *Open-end real estate funds in Germany – genesis and crisis*, Discussion Paper. Series 2: Banking and Financial Studies, no. 04/2007.
63. Bańbuła, P., 2006, *Oszczędności i wybór międzyokresowy – podejście behawioralne*, *Materiały i Studia*, Zeszyt nr 208, NBP, Warszawa.
64. Barclay, M.J., Pearson, N.D., Weisbach, M.S., 1998, *Open-end mutual funds and capital-gains taxes*, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, no. 1, s. 3-43.
65. Bencivenga, V.R., Smith, B.D., Starr, R.M., 1995, *Transactions costs, technological choice, and endogenous growth*, *Journal of Economic Theory*, vol. 67, no. 1, s. 153-177.

66. Bergstresser, D., Poterba, J., 2002, *Do after-tax returns affect mutual fund inflows?*, Journal of Financial Economics, vol. 63, no. 3, s. 381-414.
67. Białous, K., Truszkowski, J., 2009, *Analiza stylu inwestowania polskich funduszy inwestycyjnych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, vol. 71, no. 4, s. 195-223.
68. Blake, Ch., R, Elton, E.J., Gruber, M.J., 1993, *The performance of bond mutual funds*, Journal of Business, Vol. 66, Issue 3, s. 371-403.
69. Borowski, G., 2004a, *"Nieruchomościowe" fundusze inwestycyjne, cz. I*, Nieruchomości C. H. Beck, vol. 11, nr 75, s. 26-29.
70. Borowski, G., 2004b, *"Nieruchomościowe" fundusze inwestycyjne, cz. II*, Nieruchomości C. H. Beck, vol. 12, nr 76, s. 29-32.
71. Bradford de Long, J., Shleifer, A., 1991, *The stock market bubble of 1929: evidence from closed-end mutual funds*, The Journal of Economic History, vol. 51, no. 3, s. 675.
72. Brown, S.J., Goetzmann, W.N., 1997, *Mutual fund styles*, Journal of Financial Economics, vol. 43, no. 3, s. 373-399.
73. Brueggeman, W.B., Chen, A.H., Thibodeau, T.G., 1984, *Real Estate Investment Funds: Performance and Portfolio Considerations*, Real Estate Economics, vol. 12, no. 3, s. 333-354.
74. Brueggeman, W.B., Chen, A.H., Thibodeau, T.G., 1992, *Some Additional Evidence on the Performance of Commingled Real Estate Investment Funds: 1972-1991*, Journal of Real Estate Research, vol. 7, no. 4, s. 433-448.
75. Byrne, P., Lee, S., 2003, *An exploration of the relationship between size, diversification and risk in UK real estate portfolios: 1989-1999*, Journal of Property Research, vol. 20, no. 2, s. 191-206.
76. Carhart, M.M., *On Persistence in Mutual Fund Performance*, Journal of Finance, vol. 52, no. 1, s. 57-82.
77. Chan, K., Covrig, V., Ng, L., 2005, *What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide*, Journal of Finance, vol. 60, no. 3, s. 1495-1534.
78. Chan, H.W., Faff, R.W., Gallagher, D.R., Looi, A., 2009, *Fund size, transaction costs and performance: size matters!*, Australian Journal of Management, vol. 34, no. 1, s. 73-96.
79. Chordia, T., 1996, *The structure of mutual fund charges*, Journal of Financial Economics, vol. 41, no. 1, s. 3-39.
80. Ciccotello, C., 1996, *Equity fund size and growth: Implications for performance and selection*, Financial Services Review, vol. 5, no. 1, s. 1-12.
81. Coates, J.C., Hubbard, R.G., 2007, *Competition in the mutual fund industry: Evidence and implications for policy*, The Journal of Corporation Law, Vol. 33, Issue 1, s.151-222.
82. Corgel, J., McIntosh, W., Ott, S., 1995, *Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature*, Journal of Real Estate Literature, vol. 3, no. 1, s. 13-43.

83. Cuthbertson, K., Nitzsche, D., O'Sullivan, N., 2010, *Mutual Fund Performance: Measurement and Evidence*, Financial markets, institutions & instruments, vol. 19, no. 2, s. 95-187.
84. Diamond, D.W., 1984, *Financial intermediation and delegated monitoring.*, Review of Economic Studies, vol. 51, no. 3, s. 393-414.
85. diBartolomeo, D., Witkowski, E., 1997, *Mutual Fund Misclassification: Evidence Based on Style Analysis*, Financial Analysts Journal, vol. 53, no. 5, s. 32-43.
86. Dokko, Y., Edelstien, R.H., Ponner, M., Urdang, E.S., 1991, *Determinants of the Rate of Return for Nonresidential Real Estate: Inflation Expectation and Market Adjustment Lags*, AREUEA Journal, vol. 19, no. 1, s. 52-69.
87. Droms, W.G., Walker, D.A., 1996, *Mutual fund investment performance*, The Quarterly Review of Economics and Finance, vol. 36, no. 3, s. 347-363.
88. Edelen, R.M., 1999, *Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds*, Journal of Financial Economics, vol. 53, no. 3, s. 439-466.
89. Elton, E.J., Gruber, M.J., Blake, C.R., 2012, *Does Mutual Fund Size Matter? The Relationship Between Size and Performance*, Review of Asset Pricing Studies, vol. 2, no. 1, s. 31-55.
90. Fama, E.F., 1981, *Stock returns, Real activity, Inflation and Money*, The American Economic Review, vol. 71, no. 4, s. 545-565.
91. Fama, E.F., French, K.R., 1993, *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, Journal of Financial Economics, vol. 33, no. 1, s. 3-56.
92. Fama, E.F., Schwert, G.W., 1977, *Asset returns and inflation*, Journal of Financial Economics, vol. 5, no. 1, s. 115-146.
93. Ferreira, M.A., Keswani, A., Miguel, A.F., Ramos, S.B., 2012, *The flow-performance relationship around the world*, Journal of Banking & Finance, vol. 36, no. 6, s. 1759-1780.
94. Ferreira, M.A., Keswani, A., Miguel, A.F., Ramos, S.B., 2013, *The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study*, Review of Finance, vol. 17, no. 2, s. 483-525.
95. Fink, M., 2006, *A Historical Perspective on the Investment Company Act: Lessons from the Past and Trends for the Future*, Investment Lawyer, vol. 13, no. 6, s. 18-22.
96. Flejterski, S., Miklewicz, Z., 2004, *Pośrednie inwestowanie w nieruchomości – nowy kierunek rozwoju funduszy inwestycyjnych*, Bank i Kredyt, vol. 35, no. 6, s. 32-46.
97. Fletcher, S., 1993, *Portfolio Considerations in Commingled Real Estate Funds.*, Journal of Real Estate Research, vol. 8, no. 2, s. 171-187.
98. Gallagher, D.R., Kyle, M.M., 2005, *Size and Investment Performance: A Research Note*, ABCUS, vol. 41, no. 1, s. 55-65.
99. Gallo, J.G., Lockwood, L.J., Rutterford, J., 2000, *Asset allocation and the performance of real estate mutual funds*, Real Estate Economics, vol. 28, no. 1, s. 165-185.
100. Gallo, J.G., Lockwood, L.J., Rodriguez, M., 2006, *Differentiating CREF Performance*, Real Estate Economics, vol. 34, no. 2, s. 173-209.

101. Gaspar, J.M., Massa, M., Matos, P., 2006, *Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization*, *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 1, s. 73-104.
102. Gorynia, M., 2000, *Luka konkurencyjna w przedsiębiorstwach a przystąpienie Polski do Unii Europejskiej*, *Gospodarka Narodowa*, Nr 10/2010, s. 48-67.
103. Grinblatt, M., Titman, S., 1989, *Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings*, *Journal of Business*, vol. 60, no. 3, s. 393-416.
104. Gruber, M.J., 1996, *Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds*, *The Journal of Finance*, vol. 51, no. 3, s. 783-810.
105. Hartzell, D., Hekman, J.S., Miles, M.E., 1987, *Real Estate Returns and Inflation*, *AREUEA Journal*, vol. 15, no. 1, s. 617-637.
106. Hoesli, M., 1994, *Real Estate as a Hedge against Inflation. Learning from the Swiss Case*, *Journal of Property Valuation and Investment*, vol. 12, no. 3, s. 51-59.
107. Hoesli, M., Hamelink, F., 1996, *Diversification of Swiss portfolios with real estate. Results based on a hedonic index*, *Journal of Property Valuation and Investment*, vol. 14, no. 5, s. 59-75.
108. Hoesli, M., Lekander, J., Witkiewicz, W., 2004, *International evidence on real estate as a portfolio diversifier*, *Journal of Real Estate Research*, vol. 26, no. 2, s. 161-206.
109. Hutson, E., 2005, *The early managed fund industry: Investment trusts in 19th century Britain*, *International Review of Financial Analysis*, vol. 14, no. 4, s. 439-454.
110. Imazeki, T., Gallimore, P., 2009, *Domestic and foreign bias in real estate mutual funds*, *Journal of Property Research*, vol. 26, no. 4, s. 367-389.
111. Indro, D.C., Jiang, C.X., Hu, M.Y., Lee, W.Y., 1999, *Mutual fund performance: does fund size matter?*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 3, s. 74-87.
112. Ippolito, R.A., 1992, *Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 35, no. 1, s. 45-70.
113. Jensen, M.C., 1968, *The performance of mutual funds in the period 1945–1964*, *Journal of Finance*, vol. 23, no. 2, s. 389-416.
114. Jin, X.J., Yang, X.L., 2004, *Empirical study on mutual fund objective classification*, *Journal of Zhejiang University SCIENCE*, vol. 5, no. 5, s. 533-538.
115. Jurek-Maciak, M., 2007, *Bezpośrednie i pośrednie sposoby inwestowania na rynku nieruchomości*, *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, vol. 15, no. 3-4, s. 93-102.
116. Kaiser, D., 2008, *The lifecycle of hedge funds*, *Journal of Derivatives; Hedge Funds*, vol. 14, no. 2, s. 127-149.
117. Khorana, A., Servaes, H., 1999, *The Determinants of Mutual Fund Starts*, *Review of Financial Studies*, vol. 12, no. 5, s. 1043-1074.
118. Khorana, A., Servaes, H., 2011, *What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry?*, *Review of Finance*, vol. 16, no. 1, s. 81-113.
119. Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2005, *Explaining the size of the mutual fund industry around the world*, *Journal of Financial Economics*, vol. 78, no. 1, s. 145-185.

120. Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2008, *Mutual Funds Fees Around the World*, Review of Financial Studies, vol. 22, no. 3, s. 1279-1310.
121. Kim, M., Shukla, R., Tomas, M., 2000, *Mutual fund objective misclassification*, Journal of Economics and Business, vol. 52, no. 4, s. 309-323.
122. King, R.G., Levine, R., 1993, *Finance and growth: Schumpeter might be right*, Quarterly journal of economics, vol. 108, no. 3, s. 717-737.
123. Klapper, L., Sulla, V., Vittas, D., 2004, *The Development of Mutual Funds Around the World*, Emerging Markets Review, vol. 5, no. 1, s. 1-38.
124. Kurzrock, B.-M., Gläsner, S., Wilke, E., 2009, *Performance of open-ended real estate funds in Germany: Are institutional investors better off than retail investors?*, Journal of European Real Estate Research, vol. 2, no. 2, s. 110-131.
125. Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, Journal of Finance, vol. 32, no. 2, s. 371-387.
126. Levine, R., Zervos, S., 1996, *Stock Market Development and Long-Run Growth*, World Bank Economic Review, vol. 19, no. 2, s. 323-339.
127. Levine, R., Loayza, N., Beck, T., 2000, *Financial intermediation and growth: Causality and cause*, Journal of Monetary Economics, vol. 46, no. 1, s. 31-77.
128. Machowicz, E., 2000, *Wpływ stopy bezrobocia na kształtowanie poziomu pieniądza oszczędnościowo-pożyczkowego*, Bank i Kredyt, vol. 32, no. 11, s. 65-75.
129. Malkiel, B., G., 1995, *Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991*, Journal of Finance, Vol. 50, Issue 2, s. 549-572.
130. Massa, M., 2003, *How do family strategies affect fund performance? When performance-maximization is not the only game in town*, Journal of Financial Economics, vol. 67, no. 2, s. 249-304.
131. Matysek-Jędrych, A., 2007, *System finansowy – definicja i funkcje*, Bank i Kredyt, vol. 38, no. 10, s. 38-50.
132. Matysek-Jędrych, A., 2008, *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, Bank i Kredyt, vol. 39, no. 1, s. 34-60.
133. Maurer, R., Sebastian, S.P., 2002, *Inflation risk analysis of European real estate securities*, Journal of Real Estate Research, vol. 24, no. 1, s. 47-78.
134. Maurer, R., Reiner, F., Rogalla, R., 2004, *Return and risk of German open-end real estate funds*, Journal of Property Research, vol. 21, no. 3, s. 209-233.
135. Mayer, R.W., 1964, *Swiss International Investment Trusts*, Financial Analysts Journal, vol. 20, no. 3, s. 137-148.
136. Miles, M., Esty A., 1982, *How well do commingled real estate funds perform?*, Journal of Portfolio Management, vol. 8, no. 2, s. 62-68.
137. Miles, M., McCue, T.E., 1984, *Commercial Real Estate Returns*, AREUEA Journal, vol. 12, no. 3, s. 355-377.
138. Miziołek, T., 2001, *Rok funduszy dywidendowych*, Nasz Rynek Kapitałowy, vol. 124, no. 4, s. 69-73.
139. Morri, G., Lee, S.L., 2009, *The performance of Italian real estate mutual funds*, Journal of European Real Estate Research, vol. 2, no. 2, s. 170-185.

140. Myer, F.C., Webb, J.R., 1993, *The Effect of Benchmark Choice on risk-Adjusted Performance Measures for Commingled Real Estate Funds*, Journal of Real Estate Research, vol. 8, no. 2, s. 189-203.
141. Myer, F. C., Webb J. R., He L. T., 1997, *Issue in measuring performance of commingled real estate funds*, Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 3, no. 2, s. 79-85.
142. Nanda, V., Narayanan, M., Warther, V.A., 2000, *Liquidity, investment ability, and mutual fund structure*, Journal of Financial Economics, vol. 57, no. 3, s. 417-443.
143. Nanda, V., Wang, Z.J., Zheng, L., 2004, *Family values and the star phenomenon: Strategies of mutual fund families*, Review of Financial Studies, vol. 17, no. 3, s. 667-698.
144. Nanda, V.K., Wang, Z.J., Zheng, L., 2009, *The ABCs of mutual funds: On the introduction of multiple share classes*, Journal of financial intermediation, vol. 18, no. 3, s. 329-361.
145. Nowak, A.Z., Ryć, K., 2002, *Oszczędności w okresie transformacji*, Studia Europejskie, nr 2/2002, s. 25-44.
146. Obereiner, D., Kurzrock, B.-M., 2012, *Inflation-hedging properties of indirect real estate investments in Germany*, Journal of Property Investment & Finance, vol. 30, no. 3, s. 218-240.
147. O'Neal, E. S., Page, D., 2000, *Real estate mutual funds: abnormal performance and fund characteristics*, Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 6, no. 3, s. 239-247.
148. Otten, R., Barns, D., 2002, *European Mutual Fund Performance*, European Financial Management, vol. 8, no. 1, s. 75-101.
149. Pastor, L., Stambaugh, R. F., *On the size of the active management industry*, Journal of Political Economy, vol. 120, no. 4, s. 740-781.
150. Petersen, A., 2004, *The major issues facing the successful introduction of the UK REIT*, Briefings in Real Estate Finance, vol. 4, no. 1, s. 8-20.
151. Planeta, W., 2002, *Wybrane instrumenty finansowe rynku nieruchomości*, Bank i Kredyt, vol. 33, no. 7, s. 37-42.
152. Pluta, W., 2002, *Wybrane instrumenty finansowe rynku nieruchomości*, Bank i Kredyt, vol. 33, no. 7.
153. Pollet, J.M., Wilson, M., 2008, *How does size affect mutual fund behavior?*, Journal of Finance, vol. 63, no. 6, s. 2941-2969.
154. Poterba, J.M., 2001, *Taxation, risk-taking, and household portfolio behavior*, NBER Working Paper No. 8340.
155. Poterba, J.M., Samwick, A.A., 2003, *Taxation and household portfolio composition: US evidence from the 1980s and 1990s*, Journal of Public Economics, vol. 87, no. 1, s. 5-38.
156. Prather, L., Bertin, W.J., Henker, T., 2004, *Mutual fund characteristics, managerial attributes, and fund performance*, Review of Financial Economics, vol. 13, no. 4, s. 305-326.
157. Rappaport, P., White, E.N., 1993, *Was There a Bubble in 1929 Stock Market?*, Journal of Economic History, vol. 53, no. 3, s. 549-574.

158. Ratajczak, M., 2000, *Infrastruktura a wzrost i rozwój gospodarczy*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, vol. 72, no. 4, s. 83-102.
159. Rutterford, J., 2009, *Learning from one another's mistakes: investment trust in the UK and the US, 1868-1940*, Financial History Review, vol. 16, s. 157-181.
160. Rytelewska, G., Kłopotcka, A., 2010, *Wpływ czynników demograficznych na poziom i strukturę oszczędności gospodarstw domowych w Polsce*, Bank i Kredyt, vol. 41, no. 1, s. 57-80.
161. Sarnowski, A.S., 2011, *Analiza funduszy inwestycyjnych w Polsce inwestujących w rynku nieruchomości – aktywa i efektywność*, Pieniądze i Więż, vol. 52, nr 3, s. 75-89.
162. Scholtens, B., van Wensveen, D., 2000, *A critique on the theory of financial intermediation*, vol. 24, no. 8, s. 1243-1251.
163. Sharpe, W.F., 1966, *Mutual fund performance*, Journal of Business, vol. 39, no. 1, s. 119-138.
164. Sharpe, W.F., 1992, *Asset allocation: Management style and performance measurement*, Journal of Portfolio Management, vol. 18, no. 2, s. 7-19.
165. Sharpe, W.F., 1994, *The sharpe ratio*, Journal of Portfolio Management, vol. 21, no. 1, s. 169-185.
166. Shefrin, H.M., Thaler R. H., 1988, *The behavioral life-cycle hypothesis*, Economic inquiry, vol. 26, no. 4, s. 609-643.
167. Sialm, C., Starks, L., 2012, *Mutual Fund Tax Clienteles*, The Journal of Finance, vol. 67, no. 4, s. 1397-1422.
168. Sidor, M., 2011, *Rynek kredytowy w Polsce w warunkach integracji europejskich rynków*, Zeszyty naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie Ekonomia i organizacja gospodarki żywnościowej, nr 89, s. 83-95.
169. Sirri, E., R., Tufano, P., 1998, *Costly Search and Mutual Fund Flows*, Journal of Finance, vol. 53, no. 5, s. 1589-1622.
170. Siwek, K., 2002, *Oferta dla bogatych*, Parkiet, 2002-12-24.
171. Siwek, K., 2003a, *TFI będą walczyć o gotówkę*, Parkiet, 2003-08-23.
172. Siwek, K., 2003b, *Fundusze antyopodatkowe gorsze od bonów?*, Parkiet, 2003-10-09.
173. Skubiszewski, M., 2006, *Fundusze nieruchomości oparte na formule spółki osobowej*, Finansowanie Nieruchomości, vol. 7, no. 6, s. 7-13.
174. Smaga, P., 2013, *Istota stabilności finansowej*, Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 124, Zeszyt naukowy 123, s. 103-121.
175. Sortino, F.A., Van Der Meer, R., 1991, *Downside risk*, Journal of Portfolio Management, vol. 17, no. 4, s. 27-31.
176. Sortino, F.A., Price, L.N., 1994, *Performance Measurement in a Downside Risk Framework*, The Journal of Investing, vol. 3, no. 3, s. 59-64.
177. Stafford, D.C., 1975, *Mutual funds in the European Economics Community*, Journal of Common Market Studies, vol. 14, no. 3, s. 240-245.
178. Szelągowska, A., 2011, *Zamknięte fundusze inwestycyjne jako nowi uczestnicy procesu finansowania budownictwa czynszowego w Polsce*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 171, s. 288-296.

179. Szelałowska, A., 2012, *Innowacje w finansowaniu budownictwa społecznego w Polsce – w kierunku nowego paradygmatu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, nr 55, s. 169-186.
180. Szelałowska, A., Marłęga, M., 2007, *Współczesne problemy rozwoju bankowości hipotecznej w Polsce*, Współczesna Ekonomia. Contemporary Economics, Kwartalnik Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie, Vol. 1, Issue 1, s. 29-38.
181. Tapley, M.S., 1982, *International Diversification In The Nineteenth Century*, Columbia Journal of World Business, vol. 17, no. 3, s. 64-70.
182. Treynor, J., Kay, M., 1966, *Can mutual funds outguess the market*, Harvard Business Review, vol. 44, no. 4, s. 131-136.
183. Trzebiński, A.A., 2012c, *Badanie efektywności polskich funduszy nieruchomości w latach 2005-2011*, Oeconomia Copernicana, no. 4, s. 59-71.
184. Trzebiński, A.A., 2013b, *Wpływ czynników prawno-podatkowych na funkcjonowanie funduszy typu REITs w krajach europejskich*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, vol. 75, no. 1, s. 213-231.
185. Urban, K., 2007, *Analiza opłacalności inwestowania w fundusze nieruchomości na rynku polskim*, Finansowanie Nieruchomości, vol. 22, no. 2, s. 25-33.
186. Valachi, D.J., 1977, *REITs: A Historical Perspective*, Appraisal Journal, vol. 45, s. 449-455.
187. White, E.N., 1990, *Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited*, Journal of Economic Perspectives, vol. 4, no. 2, s. 67-83.
188. Wójcik, E., 2007, *Polskie gospodarstwa domowe na rynku oszczędności Polskie gospodarstw rynku oszczędności*, Bank i Kredyt, vol. 38, no. 7, s. 55-66.
189. Wydra, M., 2013, *Analiza zmian systemu*, Finansowanie Nieruchomości, vol. 33, no. 9-12, s. 48-55.
190. Załączna, M., Wolski, R., 2008, *Zamknięte fundusze nieruchomości jako nowoczesna forma inwestowania*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, vol. 16, no. 3, s. 19-36.
191. Zheng, L., 1999, *Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability*, The Journal of Finance, vol. 54, no. 3, s. 901-933.

### **Materiały źródłowe**

192. BRE Hipoteczny, 2008a, *Rynek nieruchomości w Polsce. II połowa 2007*.
193. BRE Hipoteczny, 2008b, *Rynek nieruchomości w Polsce. I połowa 2008*.
194. BRE Hipoteczny, 2009, *Rynek nieruchomości w Polsce. Raport wiosna 2009*.
195. BRE Hipoteczny, 2013, *Rynek nieruchomości w Polsce. Raport wiosna 2013*.
196. Colliers International, 2006, *Polska Raport 2005*.
197. Colliers International, 2007, *2006 Poland real estate review*.
198. GUS, 2013, *Budownictwo – wyniki działalności w 2012 r.*
199. IZFiA, 2006, *Raport 2007*.



200. IZFiA, 2008, *Raport 2007*.
201. IZFiA, 2013, *Raport 2012*.
202. Jones Lang LaSalle, 2012, *Rynek handlowy w Polsce w III kw. 2012*.
203. Jones Lang LaSalle, 2013a, *Polski rynek nieruchomości biurowych na koniec IV kw. 2012 r.*
204. Jones Lang LaSalle, 2013b, *Rynek handlowy w Polsce – IV kw. 2012 r.*
205. Jones Lang LaSalle, 2013c, *Rynek powierzchni magazynowych w Polsce 2012*.
206. King Sturge, 2011, *Poland Commercial Property Market 2010*.
207. Knight Frank, 2008, *Commercial market review 2007*.
208. Knight Frank, 2012, *2011 Commercial market. Rynek komercyjny*.
209. Knight Frank, 2013, *2012. Commercial market. Rynek komercyjny*.
210. KNF, 2012, *Raport dotyczący sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2011 roku*.
211. NBP, 2004, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*.
212. NBP, 2010, *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2002-2009*.
213. NBP, 2012a, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.*
214. NBP, 2012b, *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*
215. PWC, 2009, *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. Country summaries*.
216. PWC, 2010, *Managing assets. European real estate fund regimes*.
217. PWC, 2011, *Emerging Trends in Real Estate. Europe 2010*.
218. STFI, 2000, *Raport 1999*.
219. STFI, 2003, *Raport 2002*.
220. STFI, 2004, *Raport 2003*.

### **Źródła elektroniczne**

221. Antunes, A.A., 2007, *THE DETERMINANTS OF MUTUAL FUND SIZE: A CROSS-COUNTRY ANALYSIS*, praca magisterska, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, [https://repositorio.iscte.pt/bitstream/10071/1437/1/Tese\(April07\).pdf](https://repositorio.iscte.pt/bitstream/10071/1437/1/Tese(April07).pdf) [dostęp: 23.04.2013].
222. Batsch, L., Chouillou, R., Tannenbaum, P., 2005, *The French REITs. First Results about the New SIIC Regime*, [https://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CC0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cereg.dauphine.fr%2Fcahiers\\_rech%2Fcereg200505.pdf&ei=9vwMUbj9BciftAbZloHIBg&usq=AFQjCNECAsRcUd7RIEB-SFTp8FAWxYUHdg&sig2=5rsjJzopPdUXRMhbg4gL1A&bvm=bv.41867550,d.Yms](https://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CC0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cereg.dauphine.fr%2Fcahiers_rech%2Fcereg200505.pdf&ei=9vwMUbj9BciftAbZloHIBg&usq=AFQjCNECAsRcUd7RIEB-SFTp8FAWxYUHdg&sig2=5rsjJzopPdUXRMhbg4gL1A&bvm=bv.41867550,d.Yms) [dostęp: 02.02.2013].

223. Biuro Zarządu IZFiA, 2005, *Polska gospodarka potrzebuje prężnego rynku funduszy inwestycyjnych*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/biuletyn/biuletyn\\_2005\\_01.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/biuletyn/biuletyn_2005_01.pdf) [dostęp: 14.09.2013].
224. CA IB FIZ Sektora Nieruchomości, 2003, *CA IB FIZ Sektora Nieruchomości - zakończenie subskrypcji*, 2003, <http://www.ca-ib.pl/20920.xml> [dostęp: 24.11.2013].
225. Chen, J., Hong, H.G., Huang, M., Kubik, J.D., 2004, *Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization*, <http://surface.syr.edu/ecn/105> [dostęp: 13.03.2014].
226. Dzigulska, J., Isajeva, J., Mozūras, A., Jurča, G., 2005, *Is it Possible to “Beat the Monkey”? An Analysis of the Finnish Mutual Fund Industry*, *RĪGAS EKONOMIKAS AUGSTSKOLA*, [http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CCEQFjAA&url=http%3A%2F%2Fefmaefm.org%2FEFM06%2F04-EFM06%2520-%2520Jurca-Mozuras%2520-%2520Finnish%2520mutual%2520funds.doc&ei=HRNTUIP3MO\\_U4QSbnIGQCw&usg=AFQjCNEcPLsV0TCV8iz-p6Ypn1JuKplCEA&sig2=10j61VBiupcw5oQK7KciLA](http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CCEQFjAA&url=http%3A%2F%2Fefmaefm.org%2FEFM06%2F04-EFM06%2520-%2520Jurca-Mozuras%2520-%2520Finnish%2520mutual%2520funds.doc&ei=HRNTUIP3MO_U4QSbnIGQCw&usg=AFQjCNEcPLsV0TCV8iz-p6Ypn1JuKplCEA&sig2=10j61VBiupcw5oQK7KciLA) [dostęp: 14.09.2013].
227. EFAMA/KPMG, 2010, *Analysis of the Tax Implications of UCITS IV*, <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Main-Report-Implications-of-UCITS-IV.pdf> [dostęp: 14.09.2013].
228. Ferreira, M.A., Ramos, S.B., 2009, *Mutual Fund Industry Competition and Concentration: International Evidence*, [http://www.fma.org/Reno/Papers/Mutual\\_Fund\\_Industry\\_COMPETITION-2009-JAN-Conference.pdf](http://www.fma.org/Reno/Papers/Mutual_Fund_Industry_COMPETITION-2009-JAN-Conference.pdf) [dostęp: 24.02.2014].
229. Giacomini, E., 2008, *Italian public REITs governance structure and nav discount: effects*, [http://www.adeimf.it/new/images/stories/Convegni/capri/Giacomini\\_Reits.pdf](http://www.adeimf.it/new/images/stories/Convegni/capri/Giacomini_Reits.pdf) [dostęp: 30.01.2014].
230. *Gretl*, 2013, <http://www.kufel.torun.pl/index.html> [dostęp: 17.04.2014].
231. Huesler, A., Malevergne, Y., Sornette, D., 2012, *Investors’ Expectations, Management Fees and the Underperformance of Mutual Funds*, Swiss Finance Institute Research Paper (12-01), [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1998823](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998823) [dostęp: 10-01-2014].
232. Jones Lang LaSalle, 2014, *Global Transparency Index*, <http://www.joneslanglasalle.com/GRETI/en-gb/Pages/Global-Transparency-Index-ANewTransparencyIndex.aspx> [dostęp: 07.06.2014].
233. Khorana, A., Servaes, H., 2004, *Conflicts of Interest and Competition in the Mutual Fund Industry*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=240596](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=240596) [dostęp: 13.03.2014].
234. Kuzmicki, A., Simunac, D., 2008, *Private Equity Real Estate Funds: An Institutional Perspective*, <http://c.ymcdn.com/sites/www.realpac.ca/resource/resmgr/docs/real-estate-private-equity-f.pdf> [dostęp: 28.01.2014].
235. Lacey, N., Qiang, B., 2008, *Smart money meets smart size*, <http://www.fma.org/Texas/Papers/Smartmoneymeetssmartsize.pdf> [dostęp: 13.03.2014].
236. Levine, R., 2004, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w10766> [dostęp: 29.10.2013].
237. Malaga., K., 2009, *O niektórych dylematach teorii wzrostu gospodarczego i ekonomii*, <http://www.pte.pl/pliki/2/12/K.%20Malaga.pdf> [dostęp: 15.10.2013].

238. Massa, M., 1998, *Why So Many Mutual Funds? Mutual Fund Families, Market Segmentation and Financial Performance*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=239851](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=239851) [dostęp: 25.04.2014].
239. Mazurczak, A., 2011, *Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, <http://www.wbc.poznan.pl/dlibra/docmetadata?id=236700&from=publication> [dostęp: 30.04.2013].
240. Mączyńska, E., 2010, *Rewitalizacja a rynek nieruchomości*, [http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzfp/dydaktyka/materialy/rynek\\_nieruchomoscia\\_rewitalizacja\\_\\_Automatycznie\\_zapisany\\_.pdf](http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzfp/dydaktyka/materialy/rynek_nieruchomoscia_rewitalizacja__Automatycznie_zapisany_.pdf) [dostęp: 19.09.2013].
241. Miziołek, T., 2003, *Rola funduszy inwestycyjnych w gospodarce*, IZFiA, [http://www.izfa.pl/files\\_user/biuletyn/biuletyn\\_2003\\_03.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/biuletyn/biuletyn_2003_03.pdf) [dostęp: 14.09.2013].
242. *Ogłoszenie o zmianie statutu PKO Rynku Nieruchomości – funduszu inwestycyjnego zamkniętego*, 2008, [http://www.pkotfi.pl/s/uploaded/other/pko\\_rn\\_fiz\\_ogloszenie\\_o\\_zmianie\\_statutu\\_2008\\_11\\_20.pdf](http://www.pkotfi.pl/s/uploaded/other/pko_rn_fiz_ogloszenie_o_zmianie_statutu_2008_11_20.pdf) [dostęp: 09.01.2014].
243. Park, A., 2011, *The REIT Niche and the UK REIT Market*, <http://www.jgbm.org/page/15%20Abraham%20Park.pdf> [dostęp: 03.05.2013].
244. Rouwenhorst, K.G., 2004, *The origins of mutual funds*, Yale School of Management - International Center for Finance, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636146](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146) [dostęp: 12.09.2013].
245. Sebastian, S.P., Tyrell, M., 2006, *Open-End Real Estate Funds: Danger or Diamond?*, Working paper series / Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften : Finance & Accounting, No. 168, <http://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/23434/1/1281.pdf> [dostęp: 20.09.2013].
246. Subocz-Matuszewska, A., 2010, *Rozwój działalności Pioneer Pekao Investment S.A. w Polsce*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, <http://www.wbc.poznan.pl/dlibra/docmetadata?id=150305> [dostęp: 21.02.2014].
247. Tarajko-Bąk, A., 2011, *Rynek Powierzchni Handlowych w Polsce*, [www.propertynews.pl/media/plik/2272.html](http://www.propertynews.pl/media/plik/2272.html) [dostęp: 21.01.2014].
248. Tricaud, C., 1994, *French listed real-estate investment companies: a success story*, <http://www.fsif.fr/SITE%20%20FSIF/pdf/2012/FSIF%20version%20anglaise.pdf> [dostęp: 21.02.2014].
249. [data.worldbank.org/indicator](http://data.worldbank.org/indicator).
250. [www.bvi.de](http://www.bvi.de).
251. [www.efama.org](http://www.efama.org).
252. [www.epp.eurostat.ec.europa](http://www.epp.eurostat.ec.europa).
253. [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl).
254. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
255. [www.reit.com](http://www.reit.com).

## **Akty prawne i dyrektywy**

256. Act 2009, Kiinteistörahastolaki 19.12.1997/1173 (Act on Real Estate Funds).
257. Dyrektywa Rady z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (OJ L 375, s. 3).
258. Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do regulacji spółek zarządzających i skrótu prospektu (OJ L 41, s. 20).
259. Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS (OJ L 41, s. 35).
260. Investment Adviser Act 1940.
261. Investment Company Act 1940.
262. Investment Services Act 1994.
263. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z dnia 22 marca 1991, Dz.U., nr 35, poz. 155.
264. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, Dz.U., nr 249, poz. 1859.
265. The Real Estate Investment Trusts Act 1960.
266. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, Dz.U., nr 46, poz. 543.
267. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U., nr 139, poz. 933.
268. Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, Dz.U., nr 114, poz. 1192.
269. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U., nr 146, poz. 1576.
270. Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U., nr 234, poz. 1389.
271. Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego, Dz.U., nr 232, poz. 1377.

## Spis tabel

Tabela 1. Liczba i aktywa funduszy inwestycyjnych w Szwajcarii w wybranych latach .....	14
Tabela 2. Pierwsze fundusze inwestycyjne w państwach europejskich .....	15
Tabela 3. Klasyfikacja funduszy nieruchomości w Europie i USA z podziałem na kraje występowania .....	26
Tabela 4. Minimalne poziomy inwestycji w nieruchomości .....	27
Tabela 5. Dopuszczalne formy prawno-organizacyjne funduszy inwestycyjnych w Europie i USA .....	29
Tabela 6. Porównanie inwestycji bezpośrednich i pośrednich .....	31
Tabela 7. Przykładowe zasady strategii inwestycyjnych funduszy nieruchomości.....	33
Tabela 8. Przykładowe połączenia celu inwestycyjnego i strategii inwestycyjnej funduszy nieruchomości .....	34
Tabela 9. Informacje o funduszach nieruchomości w latach 2004-2008 .....	57
Tabela 10. Informacje o funduszach nieruchomości w latach 2009-2012 .....	62
Tabela 11. Struktura rynku według TFI na koniec 2012 r.....	68
Tabela 12. Liczba i typy funduszy nieruchomości w podziale na TFI (grudzień 2012 r.) .....	70
Tabela 13. Główne założenia strategii inwestycyjnych publicznych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.).....	73
Tabela 14. Główne założenia strategii inwestycyjnych prywatnych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.).....	74
Tabela 15. Główne założenia strategii inwestycyjnych specjalistycznych funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.) .....	75
Tabela 16. PKB i WAN funduszy nieruchomości w latach 2004 i 2012 w wybranych krajach Europy i USA.....	101
Tabela 17. Korelacja rang Spearmana między PKB a WAN funduszy nieruchomości .....	101
Tabela 18. Aktywa funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i innych inwestorów instytucjonalnych w wybranych krajach Europy i USA w 2011 r. ....	107
Tabela 19. Dochód do dyspozycji, wielkość oszczędności brutto i PKB <i>per capita</i> w latach 2004-2012 oraz zmiana WAN funduszy inwestycyjnych i funduszy nieruchomości (2012 r. w stosunku do 2004 r.).....	116
Tabela 20. Informacje o sposobach lokowania nadwyżek pieniężnych przez gospodarstwa domowe w krajach europejskich i USA (%).....	118
Tabela 21. Fundusze nieruchomości uwzględnione w badaniu.....	157

Tabela 22. Informacje o badanych funduszach nieruchomości (grudzień 2012 r.).....	159
Tabela 23. Statystyki opisowe stóp zwrotu funduszy nieruchomości .....	163
Tabela 24. Wyniki testów stacjonarności i rzędu opóźnienia dla zmiennych makroekonomicznych .....	166
Tabela 25. Wyniki testu przyczynowości Grangera (determinanty makroekonomiczne).....	168
Tabela 26. Wyniki testów stacjonarności i rzędu opóźnienia dla zmiennych mikroekonomicznych.....	173
Tabela 27. Wyniki testu przyczynowości Grangera (determinanty mikroekonomiczne) .....	175
Tabela 28. Wartości mnożnika długookresowego .....	177
Tabela 29. Wyniki estymacji równań regresji .....	179
Tabela 30. Wyniki estymacji zredukowanych równań regresji .....	181
Tabela 31. Determinanty ekonomiczne najsilniej oddziałujące na stopy zwrotu funduszy nieruchomości .....	185
Tabela 32. Rotacja aktywów .....	186
Tabela 33. Rentowność aktywów i działalności lokacyjnej .....	188
Tabela 34. Koszty operacyjne i koszty wynagrodzenia jako odsetek aktywów netto .....	191
Tabela 35. Wysokość opłat za zarządzanie .....	192
Tabela 36. Przeciętny wskaźnik poziomu kosztów .....	192
Tabela 37. Portfele wzorcowe zastosowane do obliczeń stóp zwrotu skorygowanych ryzykiem inwestycyjnym .....	196
Tabela 38. Stopy zwrotu funduszy nieruchomości .....	201
Tabela 39. Korelacja rang Spearmana między miarami efektywności.....	202
Tabela 40. Porównanie stóp zwrotu funduszy nieruchomości z portfelami wzorcowymi .....	203
Tabela 41. Liczba okresów z ponadprzeciętnymi stopami zwrotu .....	204
Tabela 42. Wpływ determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w długim okresie.....	205
Tabela 43. Wpływ determinant makro- i mikroekonomicznych na stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości w krótkim okresie .....	208
Tabela 44. Statystyki opisowe zależności stóp zwrotu funduszy nieruchomości i indeksu WIG-BUDOW .....	233
Tabela 45. Statystyki opisowe zależności stóp zwrotu funduszy nieruchomości i indeksu WIG-DEWEL .....	233
Tabela 46. Wartości parametrów testów dla reszt równań z testu zależności przyczynowej w sensie Grangera .....	234

## Spis wykresów

Wykres 1. Relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do depozytów bankowych.....	59
Wykres 2. Struktura podmiotowa rynku funduszy nieruchomości (grudzień 2008 r.).....	60
Wykres 3. Aktywa netto funduszy nieruchomości i dynamika wzrostu aktywów w latach 2004-2012 .....	63
Wykres 4. Aktywa funduszy inwestycyjnych z podziałem na typy w latach 2004-2012 .....	64
Wykres 5. Udział (mierzony aktywami netto) poszczególnych typów funduszy nieruchomości w okresie 2004-2012.....	65
Wykres 6. Struktura podmiotowa rynku funduszy nieruchomości (grudzień 2012 r.).....	66
Wykres 7. Struktura portfeli inwestycyjnych wybranych funduszy nieruchomości .....	71
Wykres 8. Koniunktura w budownictwie w latach 2000-2012 .....	77
Wykres 9. Średnie ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym w głównych miastach Polski w latach 2006-2012.....	78
Wykres 10. Zmiany cen transakcyjnych nieruchomości z rynku pierwotnego i kosztów budowy w latach 2004-2012.....	79
Wykres 11. Liczba metrów kwadratowych dostępna za przeciętne wynagrodzenie i wskaźnik cena/dochód w latach 2004-2012 .....	80
Wykres 12. Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w latach 2006-2011.....	82
Wykres 13. Wartość transakcji inwestycyjnych (mln euro) w latach 2005-2012 .....	84
Wykres 14. Budownictwo niemieszkaniowe (budynki biurowe) w latach 2005-2012 .....	85
Wykres 15. Absorbcja netto, nowa podaż i poziom pustostanów w Warszawie w latach .....	86
Wykres 16. Podaż, poziom pustostanów i wysokość czynszów w największych miastach.....	87
Wykres 17. Budownictwo niemieszkaniowe (handlowo-usługowe) w latach 2005-2012.....	88
Wykres 18. Nowa powierzchnia handlowa oddawana w latach 2004-2012 .....	89
Wykres 19. Dojrzałość rynku centrów handlowych (grudzień 2011 r.).....	91
Wykres 20. Istniejąca powierzchnia magazynowa i wskaźnik niewynajętej powierzchni w latach 2005-2012.....	93
Wykres 21. Polskie oszczędności gospodarstw domowych na tle oszczędności krajów europejskich (grudzień 2012 r.) .....	120

## Spis schematów

Schemat 1. Najważniejsze wydarzenia w europejskim i amerykańskim rynku funduszy nieruchomości .....	20
Schemat 2. Struktury prawno-organizacyjne funduszy inwestycyjnych .....	28
Schemat 3. Czynniki oddziałujące na rynek funduszy nieruchomości .....	37
Schemat 4. Przepływy kapitałów w systemie finansowym z uwzględnieniem zmienionej roli pośredników finansowych .....	98
Schemat 5. Rodzaje kosztów w funduszach inwestycyjnych .....	140
Schemat 6. Procedura badawcza .....	156



## Aneks

**Tabela 44. Statystyki opisowe zależności stóp zwrotu funduszy nieruchomości i indeksu WIG-BUDOW**

	Arka	Skarbiec	BPH	Arka 2	BPH 2	Opera	Ipopema	Investor
<i>Tracking error</i>	0,055	0,040	0,064	0,036	0,040	0,075	0,025	0,027
korelacja	-0,060	0,260	-0,330	0,010	-0,590	0,800	0,430	-0,650
kowariancja	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
$S_f$	0,054	0,041	0,064	0,037	0,033	0,080	0,019	0,027
$S_m$	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
$R^2$	0,010	0,074	0,080	0,009	0,389	0,527	0,046	0,162

Arka – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec – Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH – BPH Sektora Nieruchomości, Arka 2 – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH 2 – BPH Sektora Nieruchomości 2, Opera – Opera Terra, Ipopema – Ipopema Rynku Mieszkaniowego, Investor – Investor Property.  
 $S_f$  – odchylenie standardowe funduszu nieruchomości,  $S_m$  – odchylenie standardowe indeksu WIG-BUDOW,  
 $R^2$  – współczynnik determinacji.

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 45. Statystyki opisowe zależności stóp zwrotu funduszy nieruchomości i indeksu WIG-DEWEL**

	Arka	Skarbiec	BPH	Arka 2	BPH 2	Opera	Ipopema	Investor
<i>Tracking error</i>	0,065	0,041	0,041	0,003	0,004	0,003	0,009	0,002
korelacja	0,408	-0,159	-0,558	0,142	-0,221	-0,589	-0,197	-0,801
kowariancja	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
$S_f$	0,004	0,002	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
$S_m$	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002
$R^2$	0,147	0,022	0,273	0,018	0,043	0,305	0,031	0,520

Arka – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec – Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości, BPH – BPH Sektora Nieruchomości, Arka 2 – Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2, BPH 2 – BPH Sektora Nieruchomości 2, Opera – Opera Terra, Ipopema – Ipopema Rynku Mieszkaniowego, Investor – Investor Property.  
 $S_f$  – odchylenie standardowe funduszu nieruchomości,  $S_m$  – odchylenie standardowe indeksu WIG-DEWEL,  
 $R^2$  – współczynnik determinacji.

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 46. Wartości parametrów testów dla reszt równań z testu zależności przyczynowej w sensie Grangera**

Fundusz	Przyczyna	Test White'a	Wartość p	Test JB	Wartość p	Test LM	Wartość p
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości	ΔKoszty	1,247	0,940	4,395	0,111	1,274	0,269
	ΔWAN	5,889	0,969	10,200	0,006	1,814	0,189
	Czas funkcjonowania	17,439	0,358	1,187	0,552	1,878	0,164
	ΔKapitalizacja giełdy	3,385	0,640	5,771	0,056	2,871	0,102
	ΔAktywa banków	9,972	0,007	1,098	0,954	0,922	0,345
	ΔPoziom inflacji	1,335	0,931	4,085	0,130	0,311	0,582
	ΔPKB per capita	9,643	0,884	0,256	0,880	0,852	0,514
	ΔPKB	9,211	0,904	0,453	0,798	1,818	0,178
	ΔKoszty	9,157	0,329	3,773	0,152	0,079	0,927
	Czas funkcjonowania	9,639	0,291	1,135	0,567	1,047	0,381
Arka Rynku Nieruchomości 2	ΔKapitalizacja giełdy	4,616	0,594	0,886	0,642	0,256	0,854
	ΔAktywa banków	13,999	0,301	0,579	0,749	0,513	0,695
	ΔPKB per capita	7,645	0,469	1,321	0,517	5,451	0,102
	ΔKoszty	9,693	0,784	2,278	0,320	1,653	0,213
	ΔWAN	28,965	0,363	3,440	0,179	0,317	0,732
	Czas funkcjonowania	12,386	0,717	0,975	0,614	2,743	0,065
	ΔKapitalizacja giełdy	6,204	0,287	4,449	0,108	0,649	0,427
	ΔAktywa banków	6,085	0,298	3,012	0,222	0,390	0,813
	ΔPoziom inflacji	3,259	0,660	2,478	0,289	0,185	0,944
	ΔPKB per capita	21,935	0,145	2,468	0,291	0,203	0,933
Skarbiec Fundusz Rynku Nieruchomości	ΔPKB	4,074	0,539	1,247	0,536	0,119	0,733
	ΔKoszty	13,431	0,641	2,028	0,363	0,351	0,838
	ΔWAN	8,876	0,839	0,711	0,701	0,197	0,823
	Czas funkcjonowania	20,311	0,207	0,477	0,788	0,694	0,609
	ΔKapitalizacja giełdy	21,484	0,090	0,242	0,886	2,391	0,117
	ΔAktywa banków	20,451	0,117	0,004	0,998	1,479	0,252
	ΔPoziom inflacji	14,180	0,436	3,473	0,176	2,369	0,119
	ΔPKB per capita	16,963	0,388	1,368	0,505	0,929	0,479
	ΔPKB	14,128	0,292	0,139	0,933	1,544	0,240
	BPH Sektora Nieruchomości						

cd. tabeli 46.

Fundusz	Przyczyna	Test White'a	Wartość p	Test JB	Wartość p	Test LM	Wartość p
BPH Sektora Nieruchomości 2	ΔKoszty	13,624	0,092	6,178	0,046	-	-
	ΔWAN	10,252	0,247	2,225	0,329	1,690	0,284
	Czas funkcjonowania	4,548	0,804	1,683	0,431	4,149	0,111
	ΔKapitalizacja giełdy	5,385	0,716	0,226	0,893	7,143	0,123
	ΔAktywa banków	2,761	0,737	9,047	0,011	8,240	0,014
	ΔPKB per capita	5,410	0,713	0,167	0,920	0,237	0,662
	ΔKoszty	12,094	0,438	0,146	0,930	-	-
	ΔWAN	6,595	0,581	0,038	0,981	0,031	0,871
	Czas funkcjonowania	10,861	0,541	2,358	0,308	-	-
	ΔKapitalizacja giełdy	4,876	0,771	0,112	0,945	-	-
Opera Terra	ΔAktywa banków	1,253	0,535	1,251	0,535	1,398	0,260
	ΔPKB per capita	13,943	0,304	1,901	0,386	2,158	0,236
	ΔKoszty	2,122	0,832	4,723	0,094	0,913	0,393
	Czas funkcjonowania	0,883	0,971	3,924	0,141	0,229	0,657
	ΔAktywa banków	4,718	0,451	3,670	0,160	0,211	0,670
Investor Property	ΔPKB per capita	3,618	0,606	3,926	0,141	2,567	0,290

„-” brak możliwości przeprowadzenia testu ze względu na zbyt krótki szereg czasowy.

Źródło: opracowanie własne.