

# Michał Dudka

---

## Funkcja funduszy inwestycyjnych w finansowaniu rynku nieruchomości

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 45/1, 67-76

---

2016

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.



DOI: 10.18276/sip.2016.45/1-05

**Michał Dudka\***

Uniwersytet Szczeciński

## FUNKCJA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W FINANSOWANIU RYNKU NIERUCHOMOŚCI

### Streszczenie

Jedną z charakterystycznych cech rynku nieruchomości jest jego wysoka kapitałochłonność. Oznacza to, że koszty związane z nabyciem lub wybudowaniem nowego obiektu są zdecydowanie większe niż w przypadku innych dóbr. W konsekwencji uczestnicy rynku zmuszeni są do wykorzystywania zewnętrznych źródeł finansowania. Obok kapitału obcego pochodzącego z takich instrumentów, jak kredyty bankowe, wysoko rozwinięte rynki rozwinęły alternatywne formy pozyskiwania kapitału. Bardzo istotną formą w finansowaniu inwestycji nieruchomościowych jest pozyskiwanie kapitału z rynku przy udziale funduszy inwestycyjnych, które zgodnie z ideą wspólnego inwestowania agregują środki finansowe wielu inwestorów, aby zrealizować jeden cel.

**Słowa kluczowe:** rynek nieruchomości, fundusze rynku nieruchomości, finansowanie rynku nieruchomości, źródła finansowania

### Wstęp

Inwestycje i nieruchomości są pojęciami, które występują w integralnym połączeniu między sobą. Inwestowanie w gospodarce rynkowej jest kluczowym elementem pozwalającym na pomnażanie kapitału, a nieruchomości pomimo wymaganego bardzo wysokiego nakładu kapitałowego są jedną z najczęściej wybieranych alternatyw. Powodzenie

---

\* Adres e-mail: mdudka@wneiz.pl.

i sukces inwestycyjny zapewnia, obok wysokich możliwości finansowych, doskonała wiedza na temat nieruchomości oraz właściwa analiza rynku. Niewiele firm i osób jest w stanie udźwignąć finansowo lub kompetencyjnie duże projekty inwestycyjne. Dzięki wykorzystaniu struktur funduszy inwestycyjnych możliwe jest zaangażowanie kapitałowe mniejszych podmiotów w duże i opłacalne inwestycje na rynku nieruchomości.

## 1. Źródła finansowania rynku nieruchomości

Wraz z rozwojem gospodarczym kraju rozwija się rynek nieruchomości. Powstają nowe osiedla mieszkaniowe, kampusy akademickie, ośrodki przemysłowe, biurowce i apartamentowce. Aby sprostać rosnącemu popytowi na nieruchomości, powstają nowe podmioty gospodarcze zajmujące się obsługą tego sektora. Rosnąca skala inwestycji i zasięg działania uczestników tego rynku determinuje fakt powstawania nowych metod finansowania inwestycji. Metody i rodzaje finansowania rozwoju rynku nieruchomości możemy podzielić z uwagi na wielorakie kryteria. Podstawowym i najlepiej charakteryzującym źródła finansowania podziałem jest charakterystyka poprzez źródło pochodzenia kapitału. Wyróżniamy podstawowe grupy: kapitał własny oraz obcy (Michalak, 2007, s. 68–69).

Rysunek 1. Źródło pochodzenia kapitału



Źródło: Michalak (2007), s. 68–69.

Finansowanie rynku nieruchomości jest ściśle powiązane z inwestowaniem w ten sektor gospodarki. Jedną z charakterystycznych cech związaną z tym rynkiem jest jego wysoka kapitałochłonność, co oznacza, że nabycie lub wybudowanie obiektu budowlanego wymaga od inwestora zaangażowania znacznych środków finansowych (Bryx, Matkowski, 2001, s. 15). Z uwagi na specyfikę rynku nieruchomości i jego charakterystyczne cechy – między innymi wspomnianą wysoką kapitałochłonność – jest on również bardzo stabilny i stanowi doskonałe zabezpieczenie kapitału, chroni zainwestowany kapitał przed wahaniami rynkowymi oraz zdarzeniami inflacyjnymi. Aby budować długotrwałą stabilność i rozwój gospodarczy, sektor finansowy wykształcił wiele form finansowania rynku nieruchomości.

Źródłem pozyskiwania środków finansowych dla rynku nieruchomości jest rynek pieniężny i kapitałowy. Krótkoterminowo rynek nieruchomości może być finansowany na podstawie obligacji krótkoterminowych lub weksli. Stopy rentowności bonów skarbowych i obligacji ustalają koszt kredytów pod inwestycje deweloperskie. Wysoki popyt na finansowanie krótkoterminowe powoduje wzrost stóp procentowych, co za tym idzie – wzrost ceny finansowania krótkoterminowego. W efekcie możemy się wtedy spodziewać mniejszych zysków z inwestycji deweloperskich i ograniczenia realizacji nowych projektów.

Krótkoterminowe zobowiązania deweloperów i firm budowlanych są wyłącznie etapem przejściowym finansowania rynku nieruchomości. Finansuje on tylko fazę budowy (okres 1–3 lat). Po zakończeniu budowy i przekazaniu obiektu docelowemu użytkownikowi (zgodnie z przeznaczeniem – nieruchomość mieszkaniowa, biurowa, magazynowa) finansowanie krótkoterminowe zostaje wyparte przez pieniądź długoterminowy. Rynek kapitałowy partycypuje w finansowaniu poprzez emisję akcji, obligacji lub ustanowienie hipoteki na nieruchomości.

W krajach rozwiniętych jest wiele form i modeli obsługi długu związanego z finansowaniem rynku nieruchomości. Inwestorzy poszukują coraz nowszych, tańszych i bezpieczniejszych form finansowania projektów inwestycyjnych. W związku z bezpośrednim powiązaniem rynku nieruchomości i rynku finansowego z polityką fiskalną i monetarną rządu oraz stosunkowo dużym interwencjonizmem rządowym (dotyczący budownictwa mieszkaniowego, rynku mieszkań na wynajem) poszukiwanie przez inwestorów nowoczesnych metod finansowania jest uzasadnione i z pewnością trwać będzie nadal.

Wyszczególniona przez Bryxa globalizacja finansowania rynku nieruchomości jest jedną z nowoczesnych metod finansowania. Umożliwia ona lokalnym krajowym rynkom korzystanie z międzynarodowych źródeł finansowania inwestycji. Dzięki

napływowi kapitału zewnętrznego wzrasta ich konkurencyjność i tempo rozwoju. Głównym źródłem finansowania takich inwestycji są fundusze nieruchomości, które w imieniu inwestorów (międzynarodowych, zagranicznych) angażują środki w rynki charakteryzujące się wyższą stopą zwrotu niż rodzime (Bryx, Matkowski, 2001, s. 46). Jednym z doskonałych przykładów takiego działania jest zrealizowana w I kwartale 2016 roku transakcja firmy Echo Investment (właściciel m.in. CH Galaxy, CH Outlet, biurowca Oxygen) oraz funduszu inwestycyjnego typu REIT o nazwie REDEFINE pochodzącego z RPA. Transakcja opiewała na kwotę blisko 1,2 mln euro (Raport bieżący spółki Echo Investments...). Dzięki takiemu dofinansowaniu grupa Echo w ciągu 3 lat (szacowane) powiększy swoje portfolio o kilka nowych inwestycji biurowych i handlowych, wzrosnie pozycja rynkowa Echo, a klienci REDEFINE będą czerpać korzyści z dobrze zarządzanego portfolio nieruchomości.

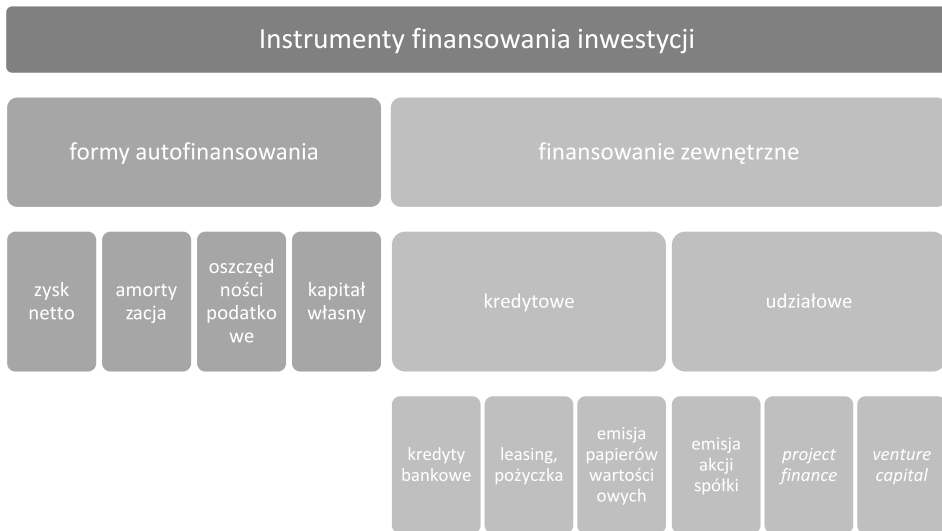
Wszelkie formy finansowania niosą za sobą pewne korzyści i wady. Finansowanie kapitałem własnym umożliwia inwestorowi czerpanie korzyści w postaci zysków kapitałowych. Wykorzystanie kapitału obcego, pozyskiwanego głównie z kredytów i obligacji, może wspomóc realizację inwestycji, jej wielkość i opłacalność. Jeżeli warto finansować projekt inwestycyjny z kapitału obcego, należy z tej możliwości skorzystać. Środki własne można wtedy zainwestować w mniej „pewnie” lub trudne do zabezpieczenia decyzje inwestycyjne charakteryzujące się większym ryzykiem i stopą zwrotu.

Finansowanie obce preferuje się w przypadku nieruchomości, które co do zasady będą umożliwiały spłatę kapitału wraz z odsetkami. Istotne jest to, aby raty kapitałowe (środki obce) wraz z odsetkami spłacanymi na rzecz wierzyciela były niższe niż dochód generowany przez obiekt.

W przeciwnym przypadku jako efekt złych decyzji inwestycyjnych inwestor traci płynność finansową, a inwestycja uznawana jest za nierentowną. Zaletą korzystania z obcych źródeł finansowania są również korzyści podatkowe, czyli tarcza podatkowa. Koszt obsługi długu/kredytu pomniejsza podstawę opodatkowania zysku brutto podatkiem od dochodu.

Najczęściej jednak inwestorzy, konstruując sposób finansowania projektu, korzystają zarówno z kapitału obcego, jak i prywatnego. Niezależnie od tego, czy finansujemy inwestycję samodzielnie, czy z wykorzystaniem kredytów lub innych form obcego finansowania, celem zawsze jest maksymalizacja wszelkich korzyści. Dlatego też inwestorzy tworzą szereg technik i metod finansowania – wyróżnia się około 60 indywidualnych technik i sposobów finansowania inwestycji. Techniki te zgodnie z literaturą dzielimy na tradycyjne oraz współczesne (zwane również alternatywnymi).

Rysunek 2. Podział instrumentów finansowania inwestycji



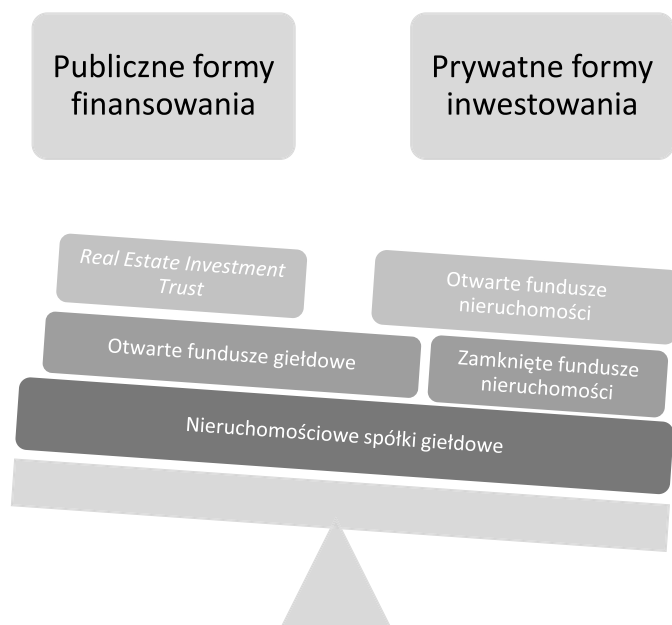
Źródło: Michalak (2007), s. 70.

Wybór techniki i instrumentu finansowania inwestycji zależy w dużej mierze od samego inwestora, jego pozycji na rynku, celu inwestycji (inwestycja deweloperska – szybka sprzedaż; hotelowa, magazynowa – niskie raty kapitałowe w długim okresie), wysokości stóp procentowych oraz form zabezpieczenia. Istotną rolę przy wyborze sposobu finansowania odgrywają specjalne ulgi i tarcze podatkowe zarezerwowane dla szczególnych form finansowania. Rozwój na rynku nieruchomości jest zatem mocno skorelowany z możliwościami, jakie daje aktualna sytuacja gospodarcza w kraju oraz charakterystyczne dla niektórych form finansowania specjalne ulgi podatkowe. Negatywnym przykładem takiego rynku jest Polska, gdzie znaleźć możemy o wiele mniej atrakcyjne formy finansowania niż na rynkach bardziej rozwiniętych – Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Francja. Ograniczona ich ilość (najmniej jest najatrakcyjniejszych form finansowania) jest czynnikiem opóźniającym rozwój polskiego rynku nieruchomości – zwiększa to koszty inwestycji i podnosi ich ryzyko, które scedowane zostaje na inwestora.

## 2. Finansowanie rynku nieruchomości przez fundusze nieruchomości

Szczególną formą finansowania rynku nieruchomości jest wykorzystanie środków, które posiadają fundusze inwestycyjne. Na świecie inwestowanie w nieruchomości jest bardzo spopularyzowaną formą inwestycji. Ma jedną bardzo istotną zaletę – stosunkowo małe powiązanie z koniunkturą (w szczególności krótko- i średniookresową) na rynku finansowym – jest więc doskonałym sposobem na inwestycję lub dywersyfikację portfela. Rozwinięte rynki nieruchomości (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania) w sposób znaczny korzystają ze źródeł finansowania, jakimi są fundusze inwestycyjne, w tym fundusze nieruchomości oraz fundusze typu REIT. Zgodnie z zasadą i założeniami fundusze inwestycyjne gromadzą środki finansowe od mniejszych podmiotów (udziałowców), tworząc dzięki agregacji zebranych kwot duży kapitał inwestycyjny, który jest inwestowany we wspólne projekty. Zgodnie z ideą funduszu inwestycyjnego pieniądze uczestników funduszu są solidarnie rozdysponowywane w zależności od wysokości udziału. Zatem współinwestorzy, ponosząc ryzyko, stratę lub uzyskując dochód, dzielą się nim.

Rysunek 3. Podział form finansowania na publiczne i prywatne



Źródło: Bone-Winkel, Schafers, Werner (2008), s. 70.

Fundusze nieruchomości są bardzo niejednorodną grupą inwestycyjną. Różnią się przede wszystkim strategią i obszarem inwestycyjnym. Zarząd funduszu za zgromadzone środki od małych inwestorów (certyfikaty można pozyskiwać nawet za cenę od ok. 100 euro) nabywa prawa własności albo użytkowania wieczystego w rozmaitych nieruchomościach (hotele, budynki mieszkaniowe, biurowce, centra handlowe, magazyny, grunty) lub bezpośrednio prowadzi inwestycję deweloperską. Dochód, który uzyskuje fundusz, wiąże się z przychodem ze sprzedaży lub coraz częściej spotykanym dochodem z najmu (w szczególności biurowce). Konstrukcja funduszu nieruchomości w odróżnieniu od standardowego funduszu inwestycyjnego pozwala im prowadzić bardziej elastyczną politykę inwestycyjną. Dzięki temu mogą lokować środki w aktywa o niskiej płynności i nie muszą utrzymywać płynnych rezerw portfela.

Celem funduszy inwestycyjnych nieruchomości jest gromadzenie środków finansowych od indywidualnych inwestorów i lokowanie ich na rynku nieruchomości zgodnie z objętą przez fundusz strategią inwestycyjną w dany typ nieruchomości (komercyjne, mieszkaniowe) przy uwzględnieniu długiego horyzontu czasu i minimalizacji ryzyka. Dzięki zastosowaniu idei „wspólnego inwestowania” może być zaangażowana bardzo duża ilość kapitału od mniejszych inwestorów, którzy w ten sposób pośrednio bardzo silnie oddziałują na jego rozwój.

Fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości oprócz bezpiecznej inwestycji gwarantują swoim członkom dobre cechy części rynku kapitałowego (możliwy szybki wzrost wartości) i nieruchomości (bezpieczeństwo inwestycji, odporność na inflację). Inwestorzy korzystają z relatywnie wysokiej stopy zwrotu przy minimalizacji straty, ich oszczędności zabezpieczone są przed inflacją, a ich portfel jest najczęściej dobrze zdywersyfikowany.

Wyróżniamy fundusze inwestycyjne nieruchomości typu otwartego i zamkniętego. Polityka inwestycyjna funduszy nieruchomości otwartych polega na ciągłym analizowaniu i wymianie aktywów portfela funduszu (zakup i sprzedaż nieruchomości, budowa nowych obiektów) oraz generowaniu nowych udziałów w celu pozyskania kapitału z rynku. Intencją jest maksymalizacja zysku i dostosowywanie się do turbulentnego środowiska rynkowego, w którym działają. Fundusze zamknięte charakteryzują się mniejszą płynnością aktywów w portfelu. Za zebrane fundusze kupują najczęściej kilka obiektów, którymi w późniejszym czasie zarządzają, wypłacając swoim akcjonariuszom dywidendy.

Fundusze inwestycyjne emitują tytuły uczestnictwa (certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa), które sprzedawane są inwestorom indywidualnym (Mayo, 1997, s. 27). W ten sposób kapitał z rąk pojedynczych inwestorów trafia na rynek



nieruchomości jako wysoka kwota zarządzana przez jeden fundusz, która daje możliwość realizacji dużych kapitałochłonnych inwestycji mających bezpośredni wpływ na dynamiczny rozwój całego rynku.

Fundusze nieruchomości są zatem pośrednią formą inwestowania w rynek nieruchomości. Inwestorzy instytucjonalni i prywatni chętniej korzystają z tej formy z uwagi na mniejsze ryzyko inwestycyjne oraz dzięki specjalnym uwarunkowaniom prawnym mogą liczyć na tarczę podatkową, co pozwala im osiągnąć jeszcze lepsze wyniki finansowe.

Dywersyfikacja ryzyka w strategii inwestycyjnej funduszu nieruchomości polega przede wszystkim na zróżnicowaniu portfela zarządzanych nieruchomości, zróżnicowaniu geograficznym, jak i strukturalnym (Michalak, 2007, s. 100).

## Podsumowanie

Rynek funduszy inwestycyjnych nieruchomości stanowi swego rodzaju pośrednika pomiędzy źródłem kapitału (inwestorzy) a rynkiem nieruchomości. Biorąc pod uwagę fakt, że rozwój sektora rynku nieruchomości wymaga bardzo dużego zaangażowania kapitałowego, fundusze nieruchomości będą rozwijać swoją działalność, szczególnie w krajach, gdzie rynek nieruchomości znajduje się na wczesnym etapie rozwoju i szuka nowych form finansowania. Kapitał pozyskiwany przez fundusze ze sprzedaży jednostek uczestnictwa i certyfikatów stanowi zatem bardzo istotny czynnik mający wpływ na tempo rozwoju rynku nieruchomości w krajach.

## Literatura

- Bone-Winkel, S., Schafers, W., Werner, K. (2008). *Real Estate Investment Trust*. Kolonia: IMV.
- Bryx, M., Matkowski, R. (2001). *Inwestycje w nieruchomości*. Warszawa: Poltext.
- Mayo, R. (1997). *Wstęp do inwestowania*. Warszawa: K.E. Liber.
- Michalak, A. (2007). *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*. Warszawa: PWN.
- Raport bieżący spółki Echo Investments. Pobrane z: <http://www.echo.com.pl/relacjeinwestorskie/raporty-i-prospekty/raporty-biezace/raport-biezacy-nr-72016-4171> (1.06.2016).

---

## FUNCTION OF INVESTMENT FUNDS IN REAL ESTATE FINANCING

### Abstract

One of the most characteristic features of the real estate market is high capital intensity. It means that the costs associated with the purchase or build a new facility are considerably higher than for other goods. As a result, market participants are forced to use external sources of financing. Beside foreign capital coming from instruments such as bank loans, highly developed markets invent alternative ways of raising capital. A very important form of financing in the real estate investment is to take from the market capital with the participation of investment funds, which – according to the idea of collective investment, aggregate financial resources of many investors in order to achieve one purpose.

*Translated by Michał Dudka*

**Keywords:** real estate market, real estate funds, real estate financing, sources of financing

**JEL Code:** R30

