Teodor Skotarczak

Ryzyko inwestowania w fundusze nieruchomości : transpozycja kapitału ludzkiego w Polsce

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 8, 377-387

2008

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, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

Teodor Skotarczak

RYZYKO INWESTOWANIA W FUNDUSZE NIERUCHOMOŚCI – TRANSPOZYCJA KAPITAŁU LUDZKIEGO W POLSCE

Wprowadzenie

W tekście dokonano analizy funduszy nieruchomości w szczególności w odniesieniu do ryzyka związanego z ich działalnością w odniesieniu do teorii użyteczności z zastosowaniem funkcji użyteczności oraz analizy czynników ryzyka, m.in. ryzyka charakterystycznego dla tych funduszy. Dotyczy to w szczególności ryzyka związanego ze zmianą stawek czynszowych, błędów w budowie obiektów ryzyka wyceny i ryzyka nierzetelnych najemców.

Ryzyko gospodarcze można odnosić także do osób, które podejmują w tym zakresie decyzje; może też być elementem oceny kapitału ludzkiego.

Nieruchomości postrzegane są jako jedna z bardziej pewnych i rentownych inwestycji. Dotyczy to przede wszystkim nieruchomości gruntowych, ze względu na ich ograniczony zasób, ale także nieruchomości budynkowych i lokalowych. Wybór nieruchomości będących przedmiotem potencjalnej inwestycji mającej przynieść duży zysk w przyszłości jest niezwykle skomplikowany. Na efektywność inwestowania na tym rynku składa się bowiem wiele czynników.

Inwestycje dokonywane w obszarze rynku nieruchomości można podzielić na pośrednie i bezpośrednie. Bezpośrednie inwestycje polegają na nabyciu praw do nieruchomości celem czerpania z niej zysku. Dla indywidualnego inwestora taka inwestycja jest często jednak niemożliwa ze względu na brak odpowiedniego kapitału. W takim przypadku rozwiązaniem może być pośrednia inwestycja w nieruchomości, czyli nabywanie papierów wartościowych emitowanych przez instytucje

lokujące kapitał w nieruchomości. Możliwości takie dają fundusze nieruchomości, które mają na celu wykorzystanie zalet przedmiotu inwestycji przy jednoczesnym eliminowaniu jego wad[1]. Nabywając ich certyfikat inwestycyjny, inwestor nawet z niedużym kapitałem może lokować swoje środki w duże przedsięwzięcia na rynku nieruchomości. Takie inwestowanie pośrednie dla indywidualnego inwestora ma jednak wady, do których można zaliczyć brak kontroli inwestora nad nieruchomością oraz nieodczuwalnie satysfakcji z jej posiadania[2].

Celem pracy jest analiza zmian w kapitale ludzkim i jego intelektualnej transpozycji w odniesieniu do relacji: inwestor na rynku nieruchomości i doradca inwestycyjny rynku nieruchomości. Relacje te poddane zostaną ocenie, po stronie doradców w odniesieniu do wszystkich zawodów występujących na tym rynku, tj. zarządców, pośredników i rzeczoznawców majątkowych.

1. Funkcjonowanie funduszy nieruchomości

Pierwszym aktem prawnym, który umożliwił tworzenie funduszy nieruchomości, była nowelizacja do ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2000 roku; głównym jej celem było wykreowanie instrumentu, który mógłby odegrać znaczną rolę w rozwoju polskiego rynku nieruchomości[3]. Obecnie fundusze nieruchomości w Polsce funkcjonują w oparciu o ustawę z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych. Mogą być tworzone jako fundusze inwestycyjne otwarte lub zamknięte. Funduszem nieruchomości można nazwać taki fundusz inwestycyjny, którego średnio 80% inwestycji stanowią inwestycje dokonywane w obszarze rynku nieruchomości. Fundusz taki skierowany jest na nabywanie praw własności do nieruchomości lub też inwestowanie w papiery wartościowe związane z zabezpieczeniem praw na nieruchomościach (np. listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne), bądź papiery emitowane przez podmioty powiązane z sektorem nieruchomości (np. akcje deweloperów)[4].

---

[1] S. Hucik Gaicka, *Co wiemy o funduszach nieruchomości?*, http://www.inwestycje.pl/nieruchomosci/co_wiemy_o_funduszach_nieruchomosci_;14097;0.html, na dzień 30.04.2008.

[2] E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 227.

[3] K. Gabryelczyk, G. Borowski, *Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce,* w: *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, Gdańska Akademia Bankowa, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 106.

[4] K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwek, *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 129--130.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych stanowi, że fundusze zamknięte mogą dokonywać lokat między innymi w:

a) własność lub współwłasność:
   – nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami,
   – budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości;
b) użytkowanie wieczyste[5].

Fundusze inwestycyjne mogą inwestować swój kapitał wyłącznie w nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym. Nie mogą być też one przedmiotem zabezpieczenia bądź egzekucji. Projekt nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2007 roku zakłada także, że do zamkniętych funduszy inwestycyjnych można będzie wnosić nieruchomości, budynki i lokale stanowiące odrębne nieruchomości.

Nieruchomości, które zamierza nabyć fundusz, muszą być wycenione przez co najmniej trzyosobowy zespół rzeczoznawców na miesiąc przed zawarciem umowy kupna tych nieruchomości. Kolejna wycena musi być przeprowadzona po upływie dwóch lat, bądź w każdym przypadku, w którym istnieje uzasadnione przypuszczenie, że nastąpiły okoliczności powodujące zmianę ich wartości[6]. Ponadto wartość praw do nieruchomości musi być aktualizowana nie rzadziej niż co pół roku.

Na rynku nieruchomości można wyróżnić dwa rodzaje funduszy inwestycyjnych: otwarte i zamknięte. Fundusze nieruchomości tworzone jako fundusze inwestycyjne otwarte emitują jednostki uczestnictwa, z których sprzedaży gromadzą kapitał. Lokują go potem głównie w akcje spółek inwestujących w nieruchomości lub związanych bezpośrednio z tym sektorem, na przykład deweloperów czy producentów materiałów budowlanych. Takie fundusze muszą utrzymywać większą płynność finansową swoich inwestycji niż fundusze zamknięte, gdyż mają obowiązek odkupywania jednostek na każde żądanie uczestnika funduszu. Uczestnictwo w funduszu tego typu jest dostępne dla szerszego grona zainteresowanych ze względu na stosunkowo niski koszt jednostki w porównaniu z certyfikatem inwestycyjnym, który przeważnie można nabyć za kilka tysięcy złotych.

Fundusze nieruchomości działające jako fundusze inwestycyjne zamknięte emitują certyfikaty inwestycyjne, których ilość jest ograniczona i można je nabyć po cenie emisyjnej tylko w określonym czasie. Dzięki temu zabiegowi ilość kapi-

[5] Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546, art. 147, ust. 1.

[6] Ibidem, art. 150. ust. 3.

tału zgromadzonego przez takie fundusze jest stosunkowo stała i nie muszą one utrzymywać dużej płynności finansowej. Fundusze nieruchomości działające jako zamknięte fundusze inwestycyjne nastawione są na inwestycje długoterminowe, związane przeważnie z nabywaniem nieruchomości (głównie komercyjnych) i późniejszym ich wynajmem. Dlatego inwestycje ich zlokalizowane są głównie w dużych miastach, gdzie czynsz za wynajem kształtuje się na wysokim poziomie. Niektóre fundusze nieruchomości (np. Arka BZ WBK) prowadzą też działalność deweloperską. Kupują nieruchomości gruntowe z zamiarem wybudowania osiedli mieszkaniowych, a zysk czerpią ze sprzedaży mieszkań.

Fundusze nieruchomości dążą do osiągnięcia celu inwestycyjnego, czyli osiągnięcia dochodu na wysokim poziomie poprzez wzrost wartości posiadanych nieruchomości oraz czynszu z wynajmowanych powierzchni.

2. Ryzyko związane z działalnością funduszy nieruchomości

Ryzyko jest wpisane jest nieodłącznie w każdą inwestycję, także w inwestycję w nieruchomości. Istnieje przy tym wprost proporcjonalna zależność między oczekiwaną rentownością inwestycji a szacowanym poziomem ryzyka[7]. Inwestor, wybierając inwestycję, dąży do osiągnięcia maksymalnego zysku przy jak najmniejszym ryzyku, przy czym ostateczny wybór inwestycji zależy od jego skłonności do podejmowania ryzyka.

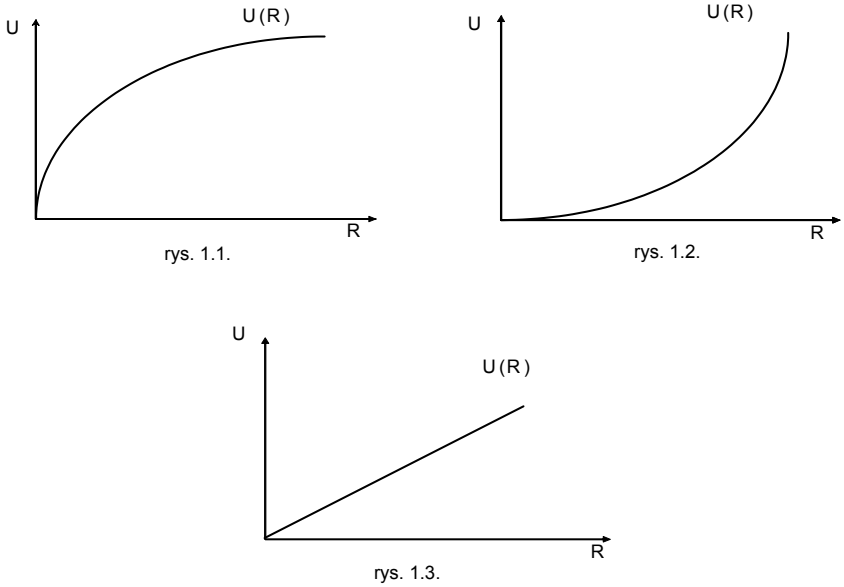
Zachowanie inwestora w przypadku wyboru inwestycji wyjaśnia jedna z teorii ekonomii, a mianowicie teoria użyteczności. Zgodnie z nią każda dodatkowa wartość pieniężna przynosi jej właścicielowi wzrost wartości użytkowej, która dla indywidualnego inwestora kształtuje się zgodnie z zasadą malejącej użyteczności krańcowej dochodu (czyli kolejne przyrosty dochodu wpływają w coraz mniejszym stopniu na zwiększanie użyteczności całkowitej)[8]. Teorię użyteczności można opisać za pomocą funkcji użyteczności U(R), gdzie R jest stopą zysku z inwestycji. Krzywe przedstawiają przykłady funkcji użyteczności dla inwestora unikającego ryzyka (rys. 1.1), lubiącego ryzyko (rys. 1.2) oraz neutralnego wobec ryzyka (rys. 1.3).

---

[7] K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998, str. 162.

[8] W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 463.

Rys. 1. Przykłady funkcji użyteczności



Źródło: opracowanie własne na podstawie: David G. Luenberger, Teoria inwestycji finansowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

Funkcje użyteczności można wykorzystać przede wszystkim do formalnego uwzględnienia awersji do ryzyka inwestorów[9]. Inwestorzy, którzy unikają ryzyka (rys. 1.1), będą skłonni poświęcić część swojej oczekiwanej stopy zysku dla zmniejszenia ryzyka inwestycyjnego[10]. W takim przypadku można mówić, że zwiększa się ich bezwzględny poziom awersji do ryzyka. Natomiast jeżeli inwestor wraz ze wzrostem efektywności swoich inwestycji będzie bardziej skłonny do zaakceptowania większego ryzyka, to zmaleje jego bezwzględny poziom awersji do ryzyka. W sytuacji gdy kapitał inwestora się zwiększa, a on mimo to nie zmienia podejścia do ryzykownej inwestycji, jego poziom awersji do ryzyka jest obojętny (rys. 1.3).

Inwestycje dokonywane na rynku kapitałowym różnią się od siebie wielkością ryzyka oraz przeciętną stopą zwrotu. Inwestorzy preferują zwykle niższe ryzyko, a skłonność do podjęcia inwestycji obarczonych wyższym ryzykiem musi zostać

[9] David G. Luenberger, *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 291.

[10] Ibidem, s. 463.

wynagrodzona przez oczekiwane wyższe przychody[11]. Bezpośrednie inwestycje w nieruchomości są uważane za jedne z pewniejszych inwestycji, ale również obarczone są ryzykiem, np. trafności koncepcji. Natomiast pośrednie inwestowanie kapitału w tym sektorze, czyli za pośrednictwem funduszy nieruchomości, wiąże się z ryzykiem związanym zarówno z rynkiem nieruchomości, jak i samą działalnością prowadzoną przez takie fundusze. Inwestor, który chce ulokować swoje środki w funduszu, powinien poznać ryzyko związane z taką inwestycją i ocenić, czy jest w stanie je zaakceptować.

Powodzenie inwestycji w nieruchomości ogólnie bywa obarczone takimi czynnikami ryzyka, jak:

- ryzyko rynkowe (np. zmiany stawek czynszu),
- ryzyko polityczne (np. zmiany polityki podatkowej),
- ryzyko techniczne (np. błędy w budowie obiektów),
- ryzyko losowe (np. nieprzewidziane zjawiska przyrodnicze)[12].

Ryzyko, na które narażone są fundusze nieruchomości, w dużej mierze dotyczy głównego przedmiotu ich inwestycji, czyli nieruchomości. W tym przypadku można wyróżnić następujące rodzaje ryzyka:

1. *Ryzyko płynności*. Nieruchomości są aktywami o niskiej płynności finansowej, co może stanowić problem w przypadku chęci zbycia nieruchomości. Fundusze nabywają nieruchomości głównie o dużej wartości jednostkowej i przy ich sprzedaży w przypadku likwidacji funduszu powinny dołożyć wszelkich starań, by osiągnąć za nie jak najwyższą cenę. Transakcja sprzedaży nieruchomości wymaga odpowiednich działań marketingowych, przy których braku mogą wystąpić przeszkody w uzyskaniu ceny, która będzie odpowiadała wartości rynkowej nieruchomości.
2. *Ryzyko wad prawnych nieruchomości*. Zdarza się, że nieruchomości są obarczone różnymi wadami prawnymi, na przykład roszczeniami lub wadliwym tytułem własności. Fundusze nieruchomości przy nabywaniu nieruchomości za pośrednictwem spółek celowych starają się niwelować to ryzyko poprzez szczegółową analizę stanu prawnego danej nieruchomości.
3. *Ryzyko wyceny.* Nieruchomości, które zamierzają nabyć fundusze wyceniane są przez rzeczoznawców przed zawarciem umowy kupna, a także przed sprzedażą nieruchomości w przypadku likwidacji funduszu. Ewen-

[11] P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia,* tom 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 175.

[12] H. Gawron, *Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2006, s. 160.

tualny błąd wyceny, który zaniża lub zawyża wartość nieruchomości, może przyczynić się do tego, że fundusz zakupi nieruchomość po cenie wyższej od jej wartości rynkowej lub ją sprzeda po cenie niższej niż jej wartość rynkowa[13]. Aby uniknąć takiej pomyłki, wycenę nieruchomości funduszu sporządza co najmniej trzyosobowy zespół rzeczoznawców.

4. *Ryzyko niepozyskania najemców*. W przypadku nieznalezienia odpowiedniej liczby chętnych do wynajmowania powierzchni, przychody z wynajmu nieruchomości posiadanych przez fundusze mogą być niższe, a co za tym idzie – wyższe koszty utrzymania nieruchomości. Taka sytuacja może niekorzystnie wpłynąć na bilans finansowy funduszy nieruchomości. Starają się więc one inwestować w atrakcyjnie zlokalizowane nieruchomości, gdzie popyt na wynajem jest znaczny, a procedurę znalezienia najemców powierzają renomowanym pośrednikom.
5. *Ryzyko nierzetelnych najemców*. Istnieje prawdopodobieństwo, że najemcy nieruchomości posiadanych przez fundusze mogą nie wywiązywać się z umów najmu i na przykład nie płacić w terminie czynszu, co może negatywnie odbijać się na sytuacji finansowej funduszy.
6. *Ryzyko związane ze zmianą stawek czynszu*. Rynkowe stawki czynszu podlegają wahaniom, na co wpływa wiele czynników. W przypadku ich obniżenia się dochody funduszy nieruchomości mogą być niższe od zakładanych, więc w celu zabezpieczenia się przed taką sytuacją fundusze preferują długoterminowe umowy najmu, a inwestycję poprzedzają dokładną analizą.
7. *Ryzyko związane z pracami budowlanymi.* Niektóre fundusze nieruchomości (np. Skarbiec Rynku Mieszkaniowego FIZ) za pośrednictwem spółek celowych prowadzą działalność deweloperską polegającą na budowie osiedli mieszkaniowych. Przy tak dużym projekcie może wystąpić ryzyko błędów architektonicznych, jakości prac budowlanych lub ich terminowości. Może to wydłużać proces inwestycyjny a także zwiększać koszty funduszu. To z kolei skutkuje opóźnieniem procesu sprzedaży mieszkań. Z tego powodu fundusze nieruchomości w celu minimalizacji takiego ryzyka powierzają prace budowlane renomowanym firmom.
8. *Ryzyko makroekonomiczne.* Rynek nieruchomości jest podatny na zmiany koniunktury gospodarczej, która zależy od poziomu inflacji, tempa wzro-

[13] Prospekt Emisyjny Arka BZ WBK Fundusz Runku Nieruchomości udostępniony w Centrum Informacji Papierów Wartościowych i Giełd w Warszawie, 2.1.2, s. 8.

stu gospodarczego, poziomu bezrobocia, poziomu stóp procentowych oraz szeregu innych czynników. Zmiany sytuacji gospodarczej w kraju pociągają za sobą konsekwencje również dla rynku nieruchomości, a zwłaszcza dla perspektyw jego rozwoju. Niekorzystna zmiana czynników makroekonomicznych w Polsce może spowodować na przykład spadek wartości nieruchomości będących w posiadaniu funduszy inwestycyjnych, lub też ograniczyć popyt na ich wynajem.

9. *Ryzyko spadku stopy kapitalizacji.* Stopa kapitalizacji stanowi stosunek rocznego czynszu netto do wartości rynkowej nieruchomości i można ją traktować jako odpowiednik stopy dochodowości instrumentów dłużnych, np. obligacji[14]. Stopa kapitalizacji umożliwia porównanie opłacalności inwestycji: im jest wyższa, tym inwestycja jest bardziej rentowna. Stopa kapitalizacji kształtuje się na podstawie popytu i podaży na wynajem określonych nieruchomości na danym rynku. Jej spadek może obniżyć znacznie dochody z inwestowania w nieruchomości.

Poza ryzykiem związanym z głównym przedmiotem inwestycji funduszy nieruchomości, czyli nieruchomościami, w działalność takich funduszy wpisane są także inne rodzaje ryzyka związane z resztą instrumentów w ich portfelu inwestycyjnym, a także polityką inwestycyjną. Dla większości funduszy nieruchomości typowe są następujące rodzaje ryzyka:

1. *Ryzyko związane z inwestycjami w spółki celowe.* Fundusze inwestycyjne nie mogą bezpośrednio nabywać praw do nieruchomości, więc robią to za pośrednictwem spółek celowych. Fundusze nieruchomości nabywają udziały takich spółek i dążą do nabycia pakietu akcji, który zapewni nad nimi kontrolę. Może się jednak zdarzyć tak, że większość akcji spółek celowych znajdzie się w posiadaniu pozostałych udziałowców spółki, a fundusz przestanie kontrolować jej działalność i pozostanie bez wpływu na najważniejsze decyzje inwestycyjne. Poza tym zagrożeniem dla funduszy jest ryzyko utraty zdolności do obsługi zadłużenia przez finansowane przez fundusze nieruchomości spółki celowe, co wynika z możliwości pogorszenia się sytuacji finansowej spółki, której dany fundusz udzielił pożyczki lub nabył wierzytelność[15]. Na niekorzyść funduszy nieruchomości wpływa także fakt, że spółki celowe będące w ich portfelu lokat mogą być obar-

[14] S. Buczek, *Fundusze Nieruchomości w Polsce*, „Gospodarka Narodowa" nr 5-6/2006, s. 115.

[15] Prospekt Inwestycyjny Arki jw., 2.1.3, s. 9.

czone wadami prawnymi wynikającymi na przykład z nieprawidłowych zapisów w ich statucie bądź umowach przez nie zawieranych. Może to skutkować spadkiem wartości takich spółek w przyszłości.

2. *Ryzyko walutowe.* Przychody z najmu powierzchni nieruchomości wyrażane są przeważnie w euro lub dolarach amerykańskich, a koszty związane z ich obsługą w złotych, co powoduje, że efektywność funduszy nieruchomości jest w znacznej mierze uzależniona od kursów tych walut. Istnieje też ryzyko wzmocnienia złotego względem euro i dolara amerykańskiego, co może prowadzić do przeszacowania w dół wartości nieruchomości wyrażonych w złotych[16].
3. *Ryzyko zmiany stopy procentowej.* Zmiana stóp procentowych powoduje zmiany wymaganych stóp dochodu inwestorów, co powoduje zmianę wartości instrumentów finansowych[17].
4. *Ryzyko związane z finansowaniem dłużnym.* Fundusze nieruchomości, które korzystają z finansowania dłużnego, są wrażliwe na wzrost stóp procentowych, który oznacza dla nich wzrost kosztów obsługi zadłużenia. W konsekwencji może doprowadzić to do zmniejszenia efektywności funduszu, czyli jego dochodu. Istnieje też ryzyko, że fundusze nieruchomości nie będą w stanie wywiązywać się z terminowej spłaty rat kredytów wraz z odsetkami i bank kredytujący zażąda natychmiastowej spłaty kredytu. W takim przypadku fundusze nieruchomości mogą być zmuszone do wcześniejszej sprzedaży posiadanych nieruchomości, co może znacznie obniżyć rentowność inwestycji.
5. *Ryzyko zmiany obowiązującego prawa.* Działalność wszystkich funduszy inwestycyjnych, w tym także funduszy nieruchomości, jest ściśle regulowana przez prawo. Dlatego w przypadku niekorzystnej zmiany obowiązującego prawa fundusze nieruchomości mogą być np. obarczone większymi kosztami. Zmianie mogą ulec przykładowo limity inwestycyjne, prawo podatkowe lub koszty zawieranych transakcji na rynku nieruchomości, takie jak taksa notarialna. Gdy na fundusze nieruchomości zostaną nałożone większe koszty działalności, może się to negatywnie odbić na opłacalności inwestowania w nie.

---

[16] E. Gołąbeska, *Nieruchomość jako przedmiot inwestowania i zarządzania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania, Białystok 2007, s. 66.

[17] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 99.

3. Transpozycja kapitału ludzkiego

Inwestowanie w nieruchomości dokonywane przez poszczególne fundusze jest działalnością we własnym imieniu, lecz na cudzy rachunek. Mianowicie na rachunek i ryzyko inwestorów powierzających środki pieniężne podmiotom, które powinny profesjonalnie zachowywać się na rynku nieruchomości. Fundusze te korzystać winny z kapitału ludzkiego, który został w ostatnich dziesięciu latach implantowany na polski rynek i rozwinięty w wyniku wykreowania nowych licencjonowanych zawodów na rynku nieruchomości. Na podstawie ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku o gospodarce nieruchomościami (DzU z 2000 r. nr 46, poz. 543 z późn. zmianami) utworzono zawody: zarządcy nieruchomości, pośrednika i rzeczoznawcy majątkowego. W zakresie ich uprawnień przewidziano także doradztwo na rynku nieruchomości. W okresie od wejścia w życie przywołanych przepisów, w wyniku odpowiednich postępowań kwalifikacyjnych, według danych Ministerstwa Infrastruktury z połowy 2008 roku, odpowiednie licencje uzyskało około 13 000 osób. Z przeprowadzonych w 2007 roku badań sondażowych wynika, że tylko od 9% do 12% osób, w zależności od posiadanej licencji, wykonuje te zawody jako pierwsze w swoim życiu. Oznacza to, że ogromna większość (ok. 90%) specjalistów rynku nieruchomości wykonywała wcześniej lub wykonuje równolegle inne zawody, co pozwala wnioskować o zmianie zawodu, uzyskaniu nowych kwalifikacji i podjęciu nowego ryzyka gospodarczego (praca na własny rachunek) przez poważną grupę osób. Nastąpiła transpozycja kapitału ludzkiego na znaczną skalę, w Polsce chyba niespotykaną w odniesieniu do innych zawodów. Przy uwzględnieniu ryzyka, które wykonywanie tych zawodów niesie za sobą, co wykazano wyżej na przykładzie funkcjonowania funduszy nieruchomości, jest doświadczenie na rynku pracy wymagające dalszych badań i ocen odnoszących się do mikroskali.

Podsumowanie

Każdy indywidualny inwestor może oceniać problem ryzyka i rentowności inaczej, tak więc inaczej komponować swój zestaw majątku[18], dobierając inwestycje odpowiednie dla siebie. Fundusze inwestycyjne w zależności od stosowanej strategii inwestycyjnej różnią się od siebie wielkością ryzyka. Największym ryzykiem

[18] A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC 2000, s. 18.

inwestycyjnym obarczone są fundusze lokujące swe aktywa w projekty deweloperskie, zaś za mało ryzykowne uważane są fundusze, które większość kapitału lokują w nieruchomości komercyjne w atrakcyjnych lokalizacjach.

INVESTMENT RISK OF REAL ESTATE FUND – TRANSPOSITION OF HUMAN RESOURCES CAPITAL OF POLAND

Summary

In paper is analysis real estate fund and risks of their working. Preparation risks of good investments and risks of only for estate, who they effects to investments briefcase composition.

Translated by Teodor Skotarczak