

# Analiza opłacalności inwestowania w fundusze nieruchomości na rynku polskim

KRYSZYNA URBAN

Niskie i stabilne stopy procentowe należały w ostatnich latach do decydujących czynników, które wpłynęły na wzrost zainteresowania inwestorów rynkiem nieruchomości w wielu krajach świata, w tym również w Polsce. Wzrost zainteresowania inwestycjami w nieruchomości stymulowany był także spekulacją cenami nieruchomości po wejściu Polski do Unii Europejskiej oraz zapowiedziami podwyższenia podatku VAT na usługi i materiały budowlane.

Niniejsze opracowanie wskazuje na traktowanie rynku nieruchomości jako obszaru alternatywnych możliwości inwestowania w stosunku do innych instrumentów rynku kapitałowego oraz możliwości dywersyfikacji portfela inwestycji celem zmniejszenia ryzyka, przy zachowaniu stopy zwrotu portfela dzięki niskiemu współczynnikowi korelacji stóp zwrotu z rynku nieruchomości oraz z inwestycji w inne instrumenty rynku kapitałowego.

Dynamicznie rozwijający się rynek nieruchomości cieszy się wzrastającym zainteresowaniem inwestorów. Obserwowany wzrost wartości nieruchomości zachęca wiele podmiotów do spekulacyjnych zakupów nieruchomości. Tempo wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro wyniosło w 2005 r. 7,6 proc. w ujęciu rocznym.<sup>1</sup> Wzrost cen mieszkań w minionym roku szacuje się w naszym kraju na poziomie 20 proc.<sup>2</sup> Ceny domów jednorodzinnych w minionym roku w Polsce wzrosły średnio o ponad 8 proc., a analitycy rynku prognozują dalszy wzrost.<sup>3</sup> Przyczyną wzrostu cen na rynku mieszkaniowym należy upatrywać we wzmożonym popycie oraz ograniczonej podaży zasobów. Tak spektakularne wzrosty cen na rynku nieruchomości zachęcają wiele podmiotów do inwestowania na nim.

Analiza alokacji kapitału na rynku nieruchomości prowadzi do wyróżnienia dwóch podstawowych form inwestowania:

- inwestycji bezpośrednich – podmioty nabywające prawa do nieruchomości
- inwestycji pośrednich – podmioty nabywające prawa do udziału w podmiotach lokujących w nieruchomości, w tym certyfikatów funduszy nieruchomościowych.



**Krystyna Urban**

– właściciel firmy URBAN Consulting  
Wycena Nieruchomości  
i Przedsiębiorstw,  
Doktorantka w Katedrze Inwestycji AE  
w Katowicach

Obszarem zainteresowania niniejszego opracowania jest opłacalność lokowania kapitału w instrumenty finansowe rynku nieruchomości, do których zaliczamy udziały w funduszach inwestycyjnych inwestujących w nieruchomości.

W artykule podjęto próbę analizy porównawczej uwarunkowań funkcjonowania funduszy nieruchomości na rynku polskim z doświadczeniami krajów zachodnich. Celem opracowania jest prezentacja funkcjonujących na polskim rynku funduszy inwestujących w nieruchomości z próbą oceny wyników ich działalności – analizą opłacalności inwestowania w poszczególne fundusze działające na polskim rynku. Badanie uwzględni przekrój rodzajowy – analizę opłacalności inwestycji w poszczególne segmenty rynku nieruchomości.

## INWESTOWANIE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Każdy inwestor, przed podjęciem decyzji o wyborze przedmiotu lokowania kapitału, będzie porównywał dwie podstawowe cechy inwestycji:

- stopę zwrotu
- poziom ryzyka.

Inwestor dokona wyboru tego segmentu rynku kapitałowego, na którym uzyska najwyższe pomnożenie kapitału przy ograniczonym poziomie ryzyka.

Dzięki swym szczególnym cechom, nieruchomości mogą być atrakcyjnym alternatywnym przedmiotem inwestowania. Na tle innych instrumentów finansowych stopy zwrotu z nieruchomości kształtowały się następująco:

Inwestycje na rynku nieruchomości przybierają formę

**Tabela 1. Porównanie stopy zwrotu z inwestycji na rynku kapitałowym oraz inwestycji w nieruchomości.**

Wyszczególnienie	Inwestycja w nieruchomości	Inwestycja w akcje	Inwestycja w obligacje	Inwestycja w bony skarbowe	Inflacja roczna
Stopa zwrotu w 2002 r	9,7	-22,3	9,8	4,1	2,9
Roczna stopa zwrotu w okresie ostatnich 3 lat	8,9	-14,1	6,7	5,3	2,2
Roczna stopa zwrotu w okresie ostatnich 5 lat	10,6	-2,2	7,9	5,8	2,2
Roczna stopa zwrotu w okresie ostatnich 10 lat	11,5	6,6	9,9	6,0	2,5

Źródło: Na podstawie materiałów IPD Annual Index, za: E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.

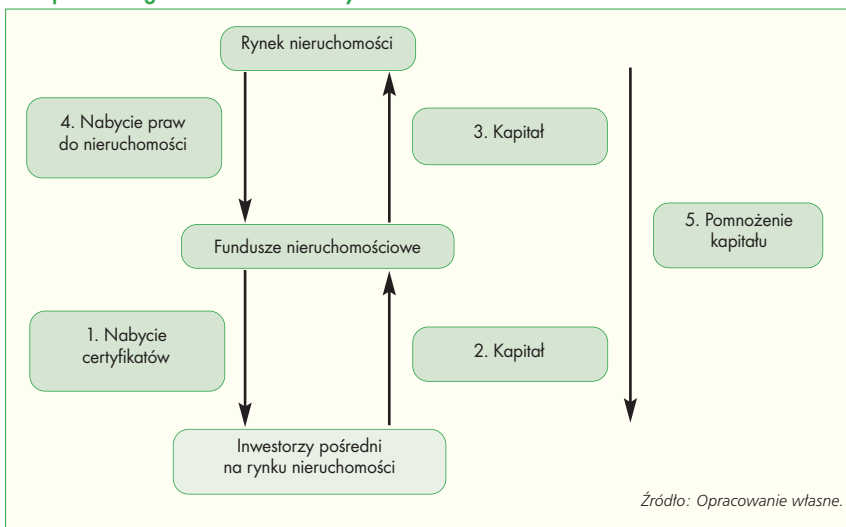
inwestycji bezpośrednich, rozumianych jako inwestycje rzeczowe, które prowadzą do przeniesienia prawa do nieruchomości na inwestora oraz inwestycji pośrednich, rozumianych jako inwestycje finansowe w instrumenty finansowe rynku nieruchomości, czyli inwestycje charakteryzujące się przynajmniej jedną z dwóch cech:

- ich wartość zależna jest od wartości nieruchomości
- ich funkcjonowanie jest istotne dla rozwoju rynku nieruchomości.<sup>4</sup>

Udziały w funduszach inwestycyjnych lokujących w nieruchomości wydają się charakteryzować obydwoma cechami. Z jednej strony ich wartość bezpośrednio wynika z wartości dochodowości nieruchomości znajdujących się w portfelu funduszy, z drugiej – kapitał pozyskiwany przez fundusze ze sprzedaży certyfikatów pozwala na rozwój rynku nieruchomości. Analiza wpływu działalności funduszy nieruchomościowych na rozwój rynku nieruchomości nie stanowi jednakże przedmiotu rozważań niniejszego artykułu

Fundusze nieruchomościowe łączą w sobie inwestycje pośrednie i bezpośrednie – działanie inwestorów pośrednich i bezpośrednich. Sprzedając certyfikaty udziałowe, omawiane fundusze są przedmiotem działań inwestorów pośrednich na rynku nieruchomości, natomiast lokując tak pozyskany kapitał w nieruchomości, są inwestorem bezpośrednim. Powiązania te przedstawione zostały na poniższym rysunku.

**Rysunek 1. Fundusze nieruchomości – strumienie pośredniego i bezpośredniego inwestowania na rynku nieruchomości.**



w instrumenty finansowe rynku nieruchomości, jakimi są udziały w funduszach nieruchomościowych oraz konstrukcja, polityka inwestycyjna którego z funduszy pozwala na maksymalne pomnożenie kapitału.

### CHARAKTERYSTYKA PORÓWNAWCZA ZASAD FUNKCJONOWANIA FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI NA RYNKU POLSKIM I RYNKACH ZACHODNICH

Polskie uwarunkowania prawne dopuszczają działanie funduszy inwestycyjnych w formie funduszy inwestycyjnych otwartych lub zamkniętych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Do roku 2000 fundusze inwestycyjne praktycznie nie miały możliwości inwestowania w nieruchomości.<sup>6</sup> Dopiero nowelizacja wprowadzając nowy typ – specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty – pozwoliła na lokowanie kapitału w nieruchomości. Na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych<sup>7</sup> na rynku polskim w nieruchomości inwestować mogą wyłącznie fundusze inwestycyjne zamknięte. Na rozwiniętych rynkach nieruchomości, fundusze te funkcjonują jako otwarte fundusze nieruchomości, specjalistyczne otwarte fundusze nieruchomości, zamknięte fundusze nieruchomości oraz leasingowe zamknięte fundusze nieruchomości. Funkcjonowanie

otwartych funduszy inwestycyjnych na rynku nieruchomości zwiększa aktywność mniejszych inwestorów, których działania stymulują rozwój rynku nieruchomości. Ważną cechą otwartych funduszy jest możliwość szybszego upłynnienia inwestycji w przeciwieństwie do funduszy typu zamkniętego z określonym terminem wykupu jednostek uczestnictwa. Charakterystykę porównawczą założeń funduszy inwestycyjnych otwartych i zamkniętych na rynku niemieckim przedstawia tabela 2.

Działalność funduszy specjalizujących się w inwestycjach w nieruchomości na polskim rynku jest stosunkowo młodym zjawiskiem. Dotychczas powstało zaledwie kilka takich pod-

Strumienie 1. i 2. są obrazem pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości, poprzez nabycie udziałów w funduszach nieruchomościowych. Strumienie 3. i 4. przedstawiają bezpośrednie inwestycje na rynku, podejmowane przez fundusze. Pomnożenie kapitału wynika z bezpośredniej działalności funduszy na rynku, a obejmuje trzy źródła dochodów: przychody czynszowe z tytułu podpisanych umów najmu, przychody pozaczynszowe (reklamy, parkingi itd.) oraz dochód z tytułu wzrostu wartości nieruchomości (zwrot kapitału przy sprzedaży nieruchomości).<sup>5</sup>

Podstawowy obszar analizy opracowania zamyka się zatem w dwóch pytaniach: czy opłaca się inwestować

miotów, w tym:

- Arka BZ WBK, pierwszy na polskim rynku fundusz nieruchomości
- BPH Sektora Nieruchomości, fundusz powstały jako drugi po Arka BZ WBK
- Skarbiec Rynku Nieruchomości
- Skarbiec Rynku Mieszkaniowego
- KBC Index Nieruchomości, inwestujący pośrednio w nieruchomości
- ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus.

Punktem wyjścia do rozważań o możliwych konstrukcjach funduszy nieruchomości jest zdefiniowanie kryterium pozwalającego na zakwalifikowanie danego funduszu ja-

**Tabela 2. Porównanie zasad inwestowania na rynku nieruchomości przez otwarte i zamknięte fundusze nieruchomości na rynku niemieckim.**

KRYTERIUM	OTWARTE FUNDUSZE NIERUCHOMOŚCI	ZAMKNIĘTE FUNDUSZE NIERUCHOMOŚCI
Liczba nieruchomości	Co najmniej 10 obiektów	1 lub kilka obiektów
Dywersyfikacja ryzyka	Duża	Mała
Minimalna kwota inwestycji	Od 100 DM	Od 50 tys. DM
Zakup/sprzedaż	Codziennie w banku depozytowym	Czasowo ograniczony, brak organizowanego rynku wtórnego
Wycena	Metodą dochodową	Metodą rynkową i odwzorzeniową
Pozycja inwestora	Właściciel części majątku funduszu	Udziałowiec lub akcjonariusz
Ryzyko	Niskie ryzyko finansowe	Wysokie ryzyko płynności
Koszty administracyjne	Żadne	Małe

Źródło: Offene Immobilienfonds, ima. Themen Report. Kelkheim, Frankfurt 1999, s. 46-47 za: Inwestowanie na rynku nieruchomości, praca zbiorowa pod red. H. Henzel, AE Katowice 2004, s. 96.

ko lokującego w nieruchomości. Na rynkach rozwiniętych przyjmuje się, że fundusz taki winien ulokować – pośrednio lub bezpośrednio – co najmniej 80 proc. swoich aktywów w nieruchomości.<sup>8</sup> Rozróżnić można inwestycje w nieruchomości *sensu stricte*, rozumiane jako bezpośrednie naby-

wanie praw własności nieruchomości lub ich ułamkowych części przez fundusz (stroną transakcji jest fundusz), albo pośrednie nabywanie nieruchomości przez spółki zależne od funduszu (stroną transakcji jest spółka). Inwestowanie w nieruchomości *sensu largo*, to nabywanie papierów war-

**Tabela 3. Założenia inwestycyjne funduszy nieruchomościowych na rynku polskim.**

	Segmenty rynku nieruchomości	Max wartości pojedynczej	Zakres inwestycji	Wartość nominalna certyfikatu	Minimalny zapis w transzy detalicznej	Data rejestracji	Planowany okres trwania funduszu	Pozyskany kapitał ze sprzedaży certyfikatów	Dywidenda	Zewnętrzne źródła finansowania
ARKA BZ WBK Funduszu Rynku Nieruchomości FIŻ	Od 50% n. biurowe do 25% n. mieszkaniowe do 50% n. komercyjne pozostałe	15 mln EUR	Krajowe	97 zł	50 szt.	9 września 2004	8,5 (do 28 grudnia 2012)	350 mln zł	od 3% wart. certyfikatu po 3. roku działalności (deklarowane)	do 25% wart. aktywów
BPH Sektora Nieruchomości	Do 80% n. biurowe do 60% n. handlowe do 50% n. magazynowe		Krajowe	97 zł	10 szt.	2005	8,5 (do 28 grudnia 2013)	332 mln zł	od 3% wartości certyfikatu po 4. roku działalności (deklarowane)	
Skarbiec Rynku Nieruchomości	Akcje spółek kapitałowych prowadzących działalność w segmencie budownictwa mieszkaniowego (co najmniej 50% kapitału zakładowego tychże spółek)	Nabyte udziały, papiery wartościowe jednego podmiotu nie mogą przekraczać 20% wartości aktywów funduszu	Krajowe	1.000 zł	5 szt.	3 listopada 2004	10 (do 3 listopada 2014)	89 mln	po 3. roku działalności	Do 75% wartości aktywów
Skarbiec Rynku Mieszkaniowego	N. mieszkaniowe		Krajowe	220.000 zł		27 stycznia 2006		61 mln (279 szt.)	* nie jest notowany na GPW	
KBC Indeks Nieruchomości	Akcje deweloperskich spółek europejskich		Krajowe i zagraniczne	100 zł	10 szt.	2 listopada 2005	4 (do 10 listopada 2009)	127 mln		
KBC Indeks Światowych Nieruchomości	Akcje deweloperskich spółek europejskich		Krajowe i zagraniczne			8 września 2006				
ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus	Akcje spółek kapitałowych: - deweloperskich - realizujących inwestycje budowlane - produkujących materiały budowlane		Krajowe i zagraniczne			12 grudnia 2006				

Źródło: Opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych oraz raportów publikowanych przez poszczególne fundusze.

tościowych i praw majątkowych, albo mających zabezpieczenie w postaci ograniczonych praw rzeczowych na nieruchomościach, albo emitowanych przez podmioty powiązane z rynkiem nieruchomości.

Wszystkie powyżej wymienione fundusze, za wyjątkiem KBC Indeks Nieruchomości oraz ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus, inwestują bezpośrednio na rynku nieruchomości. Pierwsze dwa – Arka BZ WBK oraz BPH Sektora Nieruchomości angażują się w przedsięwzięcia inwestycyjne krajowe i zagraniczne. Arka BZ WBK nastawia się na inwestycje o niskim ryzyku. Zgodnie z regulacjami zawartymi w prospekcie emisyjnym, przynajmniej połowę portfela stanowią mają nieruchomości biurowe, a udział nieruchomości mieszkaniowych nie przekroczy 25 proc. portfela. Taki układ portfela funduszu powinien zainteresować inwestorów o niskiej skłonności do ryzyka, inwestujących długoterminowo. Zbliżonymi założeniami inwestycyjnymi cechuje się fundusz BPH Sektora Nieruchomości, którego głównym elementem portfela mają być nieruchomości biurowe (do 80 proc. inwestycji), handlowe (do 60 proc.) oraz magazynowe (do 50 proc.). Dla inwestorów skłonnych do większego ryzyka atrakcyjną była emisja certyfikatów Skarbiec Rynku Nieruchomości o wartości nominalnej 1000 zł. Fundusz, dzięki sprzedaży certyfikatów, pozyskał 89 mln zł. Przy inwestycjach chce się jednak wspomagać kredytem, co może sprawić, że zaangażuje się w aktywa nawet o kilkukrotnie większej wartości. Inwestuje wyłącznie na rynku krajowym, w bardziej ryzykowne inwestycje mieszkaniowe. Dla najmniejszych klientów sprzedaż certyfikatów przeprowadził w grudniu 2005 r. również fundusz Skarbiec Rynku Mieszkaniowego, sprzedając 279 udziałów o wartości jednego certyfikatu 220 tys. zł. Jako jedyny z przedstawionych funduszy nie jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Całkowicie odmienny od przedstawionych funduszy jest KBC Indeks Nieruchomości. Nowy produkt TFI KBC nie jest typowym funduszem nieruchomości, który bezpośrednio angażuje się w projekty deweloperskie oraz zakup różnego rodzaju budynków czy gruntów. Stopa zwrotu KBC Indeks Nieruchomości uzależniona jest od wzrostu wartości indeksu EPRA Europe, w skład którego wchodzi obecnie 86 najbardziej płynnych, notowanych na giełdach spółek, które koncentrują się głównie na działalności deweloperskiej lub zakupie nieruchomości pod wynajem. Taka liczba firm daje duży stopień dywersyfikacji indeksu. W efekcie jego wyniki nie są w większym stopniu uzależnione od kondycji poszczególnych spółek, ale odzwierciedlają ogólne tendencje panujące w sektorze nieruchomości. Podobny charakter ma ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus, inwestujący w spółki produkujące materiały budowlane, spółki realizujące inwestycje budowlane oraz spółki deweloperskie. Polityka subfunduszu dopuszcza możliwość inwestowania w spółki tego sektora również na giełdach zagranicznych (w Pradze, Budapeszcie, Wiedniu, Sofii i Bukareszcie).

Określone ramy działalności oraz ograniczenia polityki inwestycyjnej nakłada na fundusze ustawa o funduszach inwestycyjnych. Porównując rozwiązania prawne propono-

wane przez polskiego i niemieckiego ustawodawcę, możemy zauważyć, iż na naszym rynku pozostawiona jest większa swoboda podejmowania decyzji inwestorowi (funduszom inwestującym w nieruchomości). Niemiecki ustawodawca określił minimalny poziom zaangażowania aktywów na przedmiotowym rynku (80 proc. aktywów), zastrzeżone w stosunku do polskich regulacji są limity aktywów, jakie można zainwestować w jedną nieruchomość, co oznacza ustawowy obowiązek rozproszenia inwestycji, a jednocześnie obniżenie ryzyka inwestowania w fundusze. Fundusze na polskim rynku prowadzić mogą równoległe już 4 inwestycje, gdy na rynku niemieckim przedsięwzięć takich nie może być mniej niż 10. Ogólną konkluzją, do jakiej prowadzi porównanie dwóch aktów prawnych, jest teza, iż zakup instrumentów udziałowych, jakimi są certyfikaty funduszy nieruchomościowych, na rynku niemieckim może cechować się dużo wyższym poziomem bezpieczeństwa w stosunku do polskiego rynku, w zależności od obranej polityki inwestycyjnej funduszy na polskim rynku, którym pozostawiono znacznie szerszą swobodę działania.

**Tabela 4. Porównanie regulacji prawnych funkcjonowania funduszy nieruchomościowych na rynku polskim i niemieckim.**

	Rynek niemiecki Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) z 19.4.1957	Rynek polski Ustawa z 27.5.2004 r. o funduszach inwestycyjnych
1. Minimalny poziom zaangażowania aktywów na rynku nieruchomości	80%	Zgodnie ze statutem poszczególnych funduszy
2. Limit wartości aktywów, jaka może zostać przeznaczona na nabycie jednej nieruchomości	Nie więcej niż 15% wartości aktywów, przy czym te, które przekraczają 10% wartości aktywów, łącznie nie mogą przekraczać 50% aktywów	Nie więcej niż 25% wartości aktywów
3. Minimalna liczba równoległe prowadzonych inwestycji	Min. 10 projektów inwestycyjnych	Min. 4 projekty inwestycyjne
4. Zwolnienia podatkowe dzięki inwestycji w certyfikaty funduszy	Zwolnienie podatkowe dochodów uzyskanych dzięki inwestycji w jednostki tego typu funduszy	Nie występują

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie analizy cytowanych aktów prawnych.*

Pierwszymi rynkami w Europie, na których powstały fundusze inwestujące w nieruchomości, był rynek niemiecki (ustawa o spółkach lokat kapitałowych z 1957 r.) oraz rynek szwajcarski (ustawa o funduszach inwestycyjnych z 1966 r.). Wraz z upływem czasu wzrastała popularność funduszy, a ustawodawstwo dostosowywane było do potrzeb rynku, rozszerzając możliwości inwestowania funduszy o rynek nieruchomości. W 2003 r. Austria przyjęła ustawę o funduszach nieruchomościowych (Bundesgesetz über Immobilienfonds), której efektem było powstanie już w 2004 r. 16 funduszy zarządzających łączną kwotą bliską 510 mln euro.

Wzrost popularności tego typu funduszy należy łączyć z kilkoma ich cechami, które czynią je atrakcyjną formą lokat. Po pierwsze, fundusze te, poprzez gromadzenie kapitałów wielu drobnych inwestorów, pozwalają im na otrzymywanie dochodów z lokat, w które – z uwagi na jednostkową wartość – nie byłoby w stanie samodzielnie ulokować środków. Po drugie, nawet inwestorzy mogący samodzielnie inwestować na rynku nieruchomości preferują ten sposób dokonywania lokat z uwagi na profesjonalizm zarządzania funduszami oraz ograniczanie ryzyka inwestycyjnego przy zakupie wielu nieruchomości o różnej charakterystyce i położeniu.

Według danych amerykańskiej organizacji National Association of Real Estate Investment Trusts na publicznych giełdowych i pozagiełdowych rynkach USA w obrocie znajdują się papiery ponad 200 funduszy nieruchomości. Najsilniejszą pozycję w Europie fundusze nieruchomościowe osiągnęły na rynku niemieckim. W roku 1999 na rynku tym otwarte fundusze nieruchomości zarządzały aktywami w wysokości pow. 98 mld DM, a w ciągu 10 lat wartość tych aktywów wzrosła o kolejne 82,5 mld DM. Przyczyną wzrostu popularności tego typu funduszy w Europie jest wysokie bezpieczeństwo lokat w nieruchomości połączone z istniejącym w niektórych krajach przedmiotowym zwolnieniem podatkowym dochodów uzyskanych dzięki inwestycji w jednostki tego typu funduszy. Przyczyną wprowadzenia tego zwolnienia było prawdopodobnie uznanie korzystnej roli funduszy we wspieraniu rozwoju budownictwa, w tym budownictwa mieszkaniowego. Dodatkowo przyczyną znacznego napływu środków w latach 2000-2002, upatrywać można w bessie na rynkach akcji i poszukiwanie przez inwestorów przedmiotu lokat dającego relatywnie wysoki dochód przy zminimalizowanym ryzyku.

## ANALIZA OPŁACALNOŚCI INWESTOWANIA W FUNDUSZE NIERUCHOMOŚCI NA TLE INNYCH INSTRUMENTÓW RYNKU KAPITAŁOWEGO

Na każdą decyzję inwestycyjną będą miały wpływ indywidualne preferencje inwestora do stosunku ryzyka i stopy zwrotu z przedsięwzięcia. Każdy inwestor będzie dążył do maksymalnej stopy zwrotu przy określonym poziomie ryzyka. Powstanie indeksu zmian zachodzących na rynku nieruchomości zwiększałoby przejrzystość tego rynku.

Dokonując oceny opłacalności inwestowania w poszczególne fundusze nieruchomościowe, należy przywrócić się ryzyku, jakie łączy się z każdą z inwestycji. Przy inwestycjach na rynku nieruchomości, przede wszystkim przy inwestycjach bezpośrednich oraz inwestycjach w instrumenty udziałowe rynku nieruchomości, jakimi są certyfikaty omawianych funduszy inwestycyjnych, istotne jest ryzyko cen nieruchomości. Rzeczywistość potwierdza tezę, iż im większa zmienność ceny lub stopy dochodu instrumentu finansowego, tym większe ryzyko inwestycji w ten instrument. Na regule tej opiera się

jedna z podstawowych miar ryzyka, tzw. odchylenie standardowe stopy zwrotu.

Do pomiaru ryzyka, zgodnie z drugą przedstawioną regułą, służyć może inna miara ryzyka, tzw. współczynnik beta. Określa on zależność stopy zwrotu z inwestycji od przeciętnej stopy zwrotu obserwowanej na rynku. W przypadku rynku nieruchomości oszacowanie przeciętnej stopy zwrotu z rynku nieruchomości jest wciąż utrudnione ze względu na złożoność tego rynku. Zbyt mało funduszy inwestujących w nieruchomości funkcjonuje na polskim rynku, aby móc wykonać indeks notowań certyfikatów tychże funduszy dla oceny przeciętnej stopy zwrotu obserwowanej na rynku. Rozwój rynku kapitałowego oraz atrakcyjność inwestowania w nieruchomości za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych między innymi ze względu na zmniejszenie ryzyka portfela inwestycyjnego, prowadzi do konieczności zwiększenia przejrzystości oraz możliwości dokonywania w miarę precyzyjnych ocen tego rynku. Możliwe byłoby to dzięki skonstruowaniu indeksu nieruchomościowego w oparciu o inwestycje bezpośrednie i pośrednie na tym rynku. Inwestorzy na rynku niemieckim, domagając się wiarygodnej analizy przedinwestycyjnej, doprowadzili do stworzenia wskaźnika oceny Deutscher Immobilien Index (DIX), opartego o szeroką bazę danych obejmującą 2.939 nieruchomości o wartości przekraczającej 54 mld euro, będących własnością inwestorów instytucjonalnych.<sup>9</sup>

**Tabela 5. Niemiecki indeks nieruchomości, wyniki za rok 2005.**

	Zwrot całkowity	Dochód netto	Wartość rynkowa
% rocznie w 2005			
Nieruchomości	0,5	4,6	-4,0
Akcje (DAX)	27,1	-	-
Akcje spółek nieruchomościowych (DIMAX)	38,4	-	-
Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu	4,1	-	-
Indeks (1995 = 100)			
Nieruchomości	149,9	164,4	86,9
Akcje (DAX)	240,0	-	-
Akcje spółek nieruchomościowych (DIMAX)	211,2	-	-
Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu	177,8	-	-

*Źródło: DIX Deutscher Immobilien Index, Broschuere 2006.*

Indeks ten rozróżnia poszczególne segmenty rynku, pozwalając na niezależną ocenę rynku nieruchomości biurowych, handlowych oraz mieszkaniowych. Wskaźnik zdyskretyzowany jest rodzajowo oraz geograficznie, co pozwala dodatkowo dokonać oceny rynków lokalnych.<sup>10</sup> Przejrzystość rynku opiera się na bieżącej analizie oceny stóp zwrotu, wyliczanej na podstawie wzrostu kapitału (zmian wartości nieruchomości), wysokości dochodów netto (informacja o wpływach z czynszu oraz kosztach operacyjnych). DIX umożliwia dokonanie analizy opłacalności inwestowania w czasie bieżącym, zarówno w przekroju rodzajowym, jak i geograficznym oraz dodatkowo pozwala na analizy retrospektywne.



Przeciętna stopa zwrotu, według niemieckiego indeksu nieruchomości dla wszystkich rodzajów nieruchomości, wyniosła 1,3 proc. Oznacza to wzrost o 0,8 punktów procentowych w stosunku do roku 2005, w którym wartość ta osiągnęła 0,5 proc. Wartość ta kształtuje się róż-

ne odchylenie standardowe wskazuje na najmniejsze ryzyko inwestycji w nieruchomości handlowe.

Zależność pomiędzy poziomem ryzyka i stopą zwrotu z poszczególnych segmentów rynku przedstawiona rysunek 2.

**Tabela 6. Niemiecki indeks nieruchomościowy, wyniki – konkurencyjność w stosunku do innych lokat.**

	2001	2002	2003	2004	2005	Analiza 3-letnia	Analiza 5-letnia	Analiza 10-letnia
<b>Całkowita stopa zwrotu (%) z inwestycji w:</b>								
Nieruchomości handlowe	4,3	3,6	4,2	2,9	4,1	3,7	3,8	4,6
Nieruchomości biurowe	5,8	4,3	2,4	0,5	-0,7	0,7	2,4	3,5
Nieruchomości mieszkaniowe	5,3	3,0	5,2	1,3	2,8	3,1	3,5	3,5
Nieruchomości handlowo-biurowe	4,3	2,7	2,5	0,6	0,5	1,2	2,1	3,0
Inne	5,4	3,7	2,9	2,3	0,5	1,9	2,9	3,9
<b>Ogółem</b>	<b>5,4</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>
<b>Całkowity dochód netto %</b>								
Nieruchomości handlowe	5,7	5,7	5,5	5,5	5,7	5,6	5,6	5,9
Nieruchomości biurowe	5,3	5,3	5,0	4,8	4,5	4,8	5,0	4,1
Nieruchomości mieszkaniowe	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,5
Nieruchomości handlowo-biurowe	4,6	4,4	4,3	3,9	4,2	4,1	4,3	4,5
Inne	5,7	5,5	5,0	4,5	4,7	4,7	5,1	5,2
<b>Ogółem</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>
<b>Wartość rynkowa (zmiany w %)</b>								
Nieruchomości handlowe	-1,3	-2,0	-1,2	-2,5	-1,5	-1,7	-1,7	-1,3
Nieruchomości biurowe	0,5	-0,9	-2,5	-4,1	-5,0	-3,9	-2,4	-1,5
Nieruchomości mieszkaniowe	1,0	-1,3	0,9	-2,9	-1,5	-1,2	-0,8	-1,0
Nieruchomości handlowo-biurowe	-0,3	-1,6	-1,7	-3,2	-3,5	-2,8	-2,1	-1,5
Inne	-0,4	-1,7	-2,0	-2,1	-4,0	-2,7	-2,1	-1,3
<b>Ogółem</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,4</b>
<b>Nieruchomości i inne instrumenty rynku kapitałowego – stopa zwrotu (%)</b>								
Nieruchomości	5,4	3,9	2,9	1,1	0,5	1,5	2,7	3,6
Akcje (DAX)	-19,8	-43,9	37,1	7,3	27,1	23,2	-3,4	1,1
Akcje spółek nieruchomościowych (DIMAX)	-2,3	-19,9	-3,2	8,3	38,4	13,2	2,6	7,8
Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu	5,6	9,0	4,1	6,7	4,1	4,9	5,9	5,9
Poziom inflacji	2,0	1,4	1,1	1,6	2,0	1,6	1,6	1,4
<b>Realna stopa zwrotu</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>

Źródło: DIX Deutscher Immobilien Index, Broschüre 2006.

nie, w zależności od segmentu rynku. Dla rynku nieruchomości mieszkaniowych stopa zwrotu osiągnęła najwyższy poziom 6,5 proc. (do 5,1 proc. w roku poprzednim). Rynek nieruchomości handlowych odnotował wzrost z poziomu 4,2 proc. na 5,4 proc. Spadek zaobserwowano na rynku odnowionych powierzchni biurowych, stopa zwrotu spadła z minus 0,6 proc. na minus 0,9 proc. Jak wspomniano, ogólna stopa zwrotu z rynku nieruchomości prezentowana przez DIX składa się z dwóch komponentów: zmian wartości nieruchomości oraz przepływów netto (przychody z wynajmu pomniejszone o koszty operacyjne). I tak w 2006 r. stopa zmian wartości rynkowej nieruchomości wchodzących w skład indeksu wyniosła -3,2, natomiast *cash-flow* osiągnął 4,6 proc.

Zmiany poziomu stóp zwrotu z inwestycji na niemieckim rynku nieruchomości w przekroju rodzajowym przedstawione zostały w Tabeli 6. Na ich podstawie obliczono odchylenie standardowe stóp zwrotu w poszczególnych segmentach rynku (Tabela 7). W każdym segmencie obserwowany jest spadek stóp zwrotu, za wyjątkiem rynku nieruchomości handlowych, na którym odnotowano wzrost stóp zwrotu w roku 2005 r. Podobnie obliczo-

Na podstawie zaprezentowanych ram formalno-prawnych oraz zasad funkcjonowania funduszy nieruchomościowych, jako kluczowe czynniki mające wpływ na ryzyko oraz opłacalność inwestowania w omawiane fundusze, zdaniem autora, należy przyjąć poniższy katalog założeń inwestycyjnych:

**Tabela 7. Odchylenie standardowe stóp zwrotu inwestycji w nieruchomości na rynku niemieckim.**

	Odchylenie standardowe stóp zwrotu w latach 2001-2005
Nieruchomości handlowe	0,5805
Nieruchomości biurowe	2,6632
Nieruchomości mieszkaniowe	1,7108
Nieruchomości handlowo-biurowe	1,5943

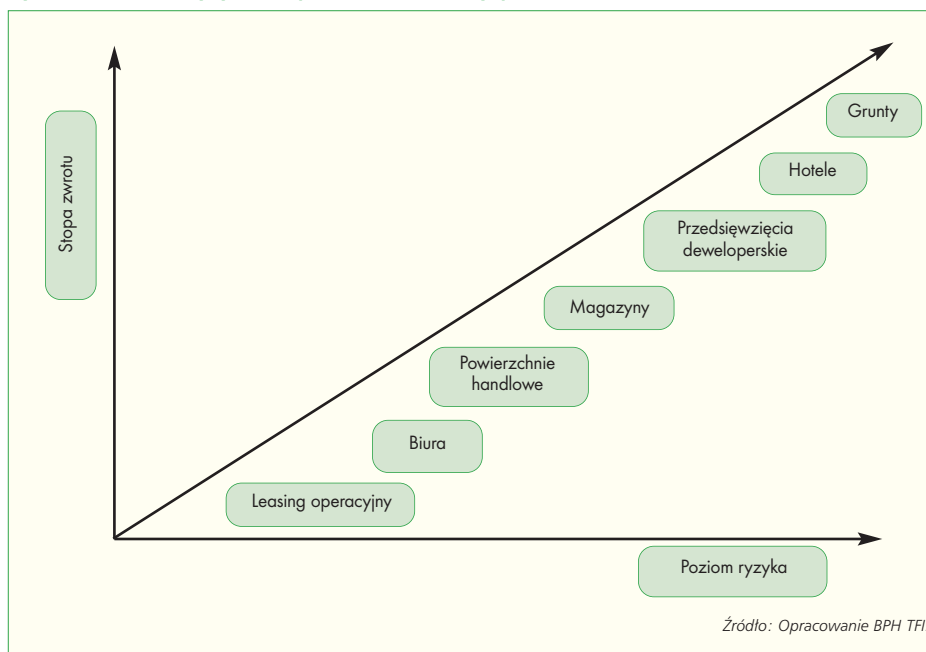
Źródło: Opracowanie własne z wykorzystaniem danych Deutscher Immobilien Index.

- poziom zaangażowania aktywów na rynku nieruchomości
- okres budowania portfela inwestycyjnego na rynku nieruchomości
- maksymalny udział wartości jednej inwestycji w portfelu funduszu oraz minimalna liczba przedsięwzięć inwestycyjnych

- segment rynku, na którym podejmowane są inwestycje
- stosunek finansowania inwestycji kapitałem własnym (w tym pozyskanym z subskrypcji certyfikatów) do finansowania kapitałem zewnętrznym
- minimalna liczba jednocześnie prowadzonych inwestycji
- okres rozpoczęcia działalności, w tym termin nabycia pierwszych nieruchomości.

Poziom zaangażowania aktywów na rynku nieruchomości przekłada się bezpośrednio na osiąganą stopę zwrotu

**Rysunek 2. Poziom ryzyka i stopa zwrotu w inwestycjach w nieruchomości.**



z tego rynku. Im wyższy udział aktywów zainwestowanych jest w nieruchomościach, tym wyższa korelacja dochodu z sytuacją na rynku nieruchomości. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego sprzyja obniżeniu ryzyka inwestowania, zmniejsza współczynnik korelacji dochodowości funduszu od sytuacji w jednym segmencie tego rynku.

Czynniki te, w zależności od polityki inwestycyjnej, wpływać będą na różnicę w osiąganych stopach zwrotu przez poszczególne fundusze. Dodatkowe czynniki o charakterze zewnętrznym – makroekonomicznym, takie, jak poziom stóp procentowych, sytuacja na rynku papierów wartościowych, czy ogólna sytuacja na rynku nieruchomości – będą różnicowały poziom atrakcyjności inwestowania w certyfikaty funduszy nieruchomościowych w stosunku do innych instrumentów rynku kapitałowego.

Większość projektów zrealizowana została przez Arka BZWBK w 2005 roku. W 2006 portfel poszerzony został jedynie o zakup biurowca Trinity Park w Warszawie oraz Alfa Centrum w Olsztynie, jak również rozpoczęta została budowa osiedla Sawa Apartments. Inwestycje na rynku nieruchomości fundusz BPH rozpoczął w 2006 r. Rok opóźnienia w stosunku do funduszu Arka może, zdaniem autora, negatywnie odbić się na stopach zwrotu z inwestycji. Każdy przedłużający się okres budowy portfela, przy szybko spadających stopach kapitalizacji, negatywnie wpływa na ostateczny zysk w trakcie całej działalności funduszu.<sup>12</sup> Przedstawione dane pozwalają zaobserwować dużo większe zaangażowanie funduszu<sup>13</sup> Arka BZWBK na rynku nieruchomości biurowych, które stanowią główny udział w portfelu funduszu oraz aktywność funduszu BPH skoncentrowaną wokół rynku nieruchomości handlowych.<sup>14</sup> Portfele wciąż są tworzone i kolejne przedsięwzięcia inwestycyjne mogą zmienić tę zależność w kierunku przedstawionych w prospektach założeń inwestycyjnych.

Fundusz Arka wydaje się minimalizować ryzyko poprzez znaczną dywersyfikację portfela, zarówno pod względem geograficznym, jak i rodzajowym. Na portfel funduszu składają się inwestycje w każdym segmencie rynku nieruchomości komercyjnych oraz przedsięwzięcia w obszarze rynku mieszkaniowego. Na wyniki funduszy wpływ mogą mieć dodatkowe zdarzenia, nieprzewidywane przez analityków, jak m.in. przyznanie Polsce organizowania EURO 2012. Spodziewane ożywienie gospodarcze wpłynie na wzrost atrakcyjności inwestowania w nieruchomości, planowana budowa dróg i autostrad sprzyjać będzie rozwojowi rynku magazynowo-ologistycznego, wpływając na wzrost wartości nieruchomości z tego segmentu rynku, wzrost zapotrzebowania na materiały budowlane dla przedsięwzięć infrastrukturalnych oraz wzrost cen na rynku usług budowlanych mogą skutkować

**Tabela 8. Porównanie wyników notowań funduszy nieruchomościowych.**

Fundusz	Wartość jednostki (2007-01-31)	Stopa zwrotu [%] 3M	12M	Aktywa (kwiecień 2007)	Odchylenie standardowe
Arka FIZ Rynku Nieruchomości	120.79	-0,1	+18,3	422 750 092,66 zł	8,6048
BPH FIZ Sekt. Nieruchomości	105.52	+5,3	-		
KBC Index Światowych Nieruchomości FIZ	124.27	+15,2	-	424 985 506,56 zł	1,8993
Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego	240 978.10	+5,3	-	73 527 141,36 zł	1,4241
Skarbiec FIZ Rynku Nieruchomości	1 235.54	+10,3	+18,5	113 788 735,28 zł	4,0827

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez fundusze nieruchomościowe.*

ograniczeniem podaży materiałów i usług, skutkującym wzrostem cen na rynku budownictwa mieszkaniowego. Wszystkie te czynniki wpływając będą na wzrost cen nieruchomości, pozwalając na korzystne sfinalizowanie transakcji sprzedaży w okresie zapadalności funduszy. Wzrastając notowania spółek budowlanych, co przełoży się korzystnie na wyniki funduszy inwestujących w udziały i akcje tzw. spółek nieruchomościowych. Zagadnienia te stanowią przedmiot rozważań odrębnego opracowania.

## WNIOSKI

Narzędzie skonstruowane na wzorzec niemieckiego indeksu nieruchomości pozwoli na zarządzanie ryzykiem cen nieruchomości, pomiar efektywności inwestycji na polskim rynku nieruchomości oraz umożliwi precyzyjną bieżącą obserwację trendów zachodzących na rynku. Powstanie indeksu zmian zachodzących na polskim rynku nieruchomościowym, o charakterze i funkcjach podobnych do niemieckiego indeksu nieruchomości, będzie możliwe między innymi dzięki zwiększonej aktywności funduszy inwestycyjnych. Narzędzie to powinno określać przeciętną cenę nieruchomości, zmiany wartości rynkowej nieruchomości oraz przedstawiać przeciętny dochód uzyskiwany na poszczególnych segmentach tego rynku oraz dochody uzyskiwane przez fundusze inwestujące na rynku nieruchomości. Ze względu na ogromne dysproporcje cenowe naszego rynku nieruchomości dla poszczególnych lokalizacji, indeks ten powinien być konstruowany odrębnie dla głównych miast, które odbiegają cenami nieruchomości oraz stawkami czynszu od pozostałych<sup>15</sup> oraz dla poszczególnych sektorów rynku nieruchomości.<sup>16</sup>

Dodatkowo powstanie przybliżonego indeksu umożliwi określanie poziomu ryzyka poszczególnych inwestycji

za pomocą podstawowego instrumentu statystycznego, jakim jest współczynnik beta.<sup>17</sup> Narzędzie to ukazuje zależność stopy zwrotu z inwestycji od przeciętnej stopy zwrotu obserwowanej na rynku, np. stopy zwrotu indeksu rynku nieruchomościowego.

Im większa wrażliwość ceny lub stopy dochodu inwestycji na czynniki ryzyka, tym większe ryzyko inwestycji w ten instrument.

Fundusze nieruchomościowe wciąż budują swoje portfele, dlatego wyniki notowań na dzień pisania artykułu nie stanowią ostatecznej oceny opłacalności lokowania kapitału w poszczególnych funduszach. Najniższym odchyleniem standardowym charakteryzują się dwa fundusze Skarbiec FIZ Rynku Mieszkaniowego oraz KBC Indeks Światowych Nieruchomości FIZ, co świadczy o najmniejszej zmienności stóp zwrotu, a tym samym najniższym ryzyku inwestowania.

Na atrakcyjność inwestowania w fundusze nieruchomościowe w stosunku do inwestycji w pozostałe instrumenty rynku kapitałowego, wpłyną zmiany poziomu stóp kapitalizacji na rynku nieruchomości. Najwyższe stopy kapitalizacji cechuje segment magazynowy oraz handlowy. Obserwowany proces kompresji stóp kapitalizacji utrudnia uzyskanie wysokich stóp zwrotu na rynku. Na ostateczny wynik funduszy wpływ będą miały również zmiany stóp procentowych, których poziom w warunkach tworzenia funduszy był historycznie najniższy. Przewidywany ich wzrost ma znaczenie ze względu na wysoki udział zewnętrznego finansowania w budowaniu portfela funduszu na poziomie 70 proc. w stosunku do 30 proc. środków własnych. Zdaniem autora najwyższy poziom zwrotu osiągną te fundusze, które najszybciej zbudują zakładany poziom przedsięwzięć inwestycyjnych. ■

## Literatura:

- Aszyk A., Dochodowość inwestycji w nieruchomości na tle innych instrumentów rynku kapitałowego, „Rynek kapitałowy” 2001, nr 4.
- Barometr nieruchomości, „Rzeczpospolita”, 06. i 27.11.2006.
- Bednarek M., Galerie handlowe i magazyny to żyła złota, „Gazeta Prawna” 2006, nr 189.
- Belniak S., Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych, Kraków 2001.
- Błęszyński T., Rynek nieruchomości w roku 2007 – prognoza, <http://www.egospodarka.pl>.
- Brochocki A., Rynek nieruchomości komercyjnych – rozwój sektora małych powierzchni biurowych, <http://nieruchomosci.beck.pl>.
- Bryx M. (red.), Podstawy zarządzania nieruchomościami, Warszawa 2000.
- Bryx M., Matkowski R., Inwestycje w nieruchomości, Warszawa 2001.
- Buczek S., Czy warto inwestować w fundusze nieruchomości w Polsce?, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 2.
- Buczek S., Fundusze nieruchomości – nowy instrument na polskim rynku funduszy inwestycyjnych, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 11.
- Buczek S., Polskie fundusze nieruchomości a rynek nieruchomości, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 1.
- Czerkas K., Refinansowanie nieruchomości, „Inwestor” 2002, nr 3.
- Dziworska K., Ostrowska E. (red.), Inwestycje i nieruchomości. Procedury decyzyjne, finansowanie, ryzyko, Gdańsk 2000.
- Fedak Z., Dylematy inwestycji w nieruchomości, „Rachunkowość” 2002, nr 7.
- Finansowanie nieruchomości przez banki w Polsce, Raport Komisji Nadzoru Bankowego, listopad 2006 (wersja elektroniczna).
- Fundusze nieruchomości, sam zdecyduj o ryzyku, „Rzeczpospolita”, 06.02.2006.
- Gawron H., Ocena efektywności inwestycji, AE Poznań, 1997.
- Gawron H., Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości, Poznań 2006.
- Gostomski E., Fundusze nieruchomości jako instrument rozwoju rynku finansowego, w: Zarządzanie finansami. Tom 1. Materiały z Międzynarodowej Konferencji Naukowej, Kołobrzeg 2001. Red. D. Zarzecki, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Henzel H., Marcinek K., Walica H. (red.), Vademecum inwestora. Przygotowanie i wykonawstwo inwestycji rzeczowych, Katowice 1996.
- Henzel H. (red.), Inwestycje na rynku nieruchomości, Katowice 2004.
- Henzel H., Inwestycje w nieruchomości w rozumieniu znowej ustawy o rachunkowości, w: Inwestycje i nieruchomości. Teoria i praktyka,



Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004.

23. Henzel H., Rola pośrednika na rynku nieruchomości, Katowice 2007.

24. Iskra I., Nieruchomość o charakterze lokaty, „Rachunkowość” 2002, nr 2.

25. Jajuga K., Inwestycje na rynku nieruchomości – niektóre problemy zarządzania ryzykiem, „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 1.

26. Jak uniknąć ryzyka na rynku nieruchomości?, <http://www.inwestycje.elfin.pl>

27. Kępa A., Sekurytyzacja – nowoczesna forma finansowania, „Inwestor” 2001, nr 4.

28. Konowalczuk J., Nieruchomości przedsiębiorstw, „Nieruchomość” 2004, nr 2.

29. Kucharska-Stasiak E.(red.), Inwestowanie w nieruchomości, Łódź 1999.

30. Kucharska-Stasiak E.(red.), Nieruchomość a rynek, Warszawa 2005.

31. Kucharska-Stasiak E.(red.), Nieruchomość w gospodarce rynkowej, Warszawa 2006.

32. Kucharska-Stasiak E.(red.), Zachodnie rynki nieruchomości, Warszawa 2004.

33. Marcinek K., Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw, Katowice 2001.

34. Mączczyńska E., Prystupa M., Rygiel K., Ile jest warta nieruchomość, Warszawa 2004.

35. Michniak L., Rynek nieruchomości komercyjnych w Polsce, „Krakowski Rynek Nieruchomości” 2006, nr 20.

36. Nalepka A. (red.), Inwestycje i nieruchomości, Kraków 2006.

37. Ramian T., Wybrane elementy efektywności inwestycji w wycenie nieruchomości i przedsiębiorstw, „Nieruchomość” 2003, nr 2.

38. Rynek nieruchomości Raport 2006. Polskie Miasta, Agencja Nieruchomości Ober-Haus, <http://ober-haus.pl>

39. Siemińska E., Finansowanie rynku nieruchomości w warunkach globalizacji, „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 1.

40. Śmietana K., Finansowanie inwestycji na rynku nieruchomości, „Nieruchomość” 2004, nr 1.

### Przypisy:

<sup>1</sup> Finansowanie nieruchomości przez banki w Polsce, Raport Komisji Nadzoru Bankowego, listopad 2006, s. 6.

<sup>2</sup> Barometr nieruchomości, „Rzeczpospolita”, 06 listopad 2006.

<sup>3</sup> Barometr nieruchomości, „Rzeczpospolita”, 27 listopad 2006.

<sup>4</sup> K. Jajuga K.: Inwestycje na rynku nieruchomości – niektóre problemy zarządzania ryzykiem. „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 1, s. 35.

<sup>5</sup> T. Ramian, Nieruchomość jako alternatywna forma lokaty kapitału, w: Inwestycje na rynku nieruchomości red. H. Henzel, AE, Katowice 2004, s. 102.

<sup>6</sup> K. Śmietana, Formy inwestowania na rynku nieruchomości, w: Inwestycje na rynku nieruchomości – op. cit., s. 94.

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546).

<sup>8</sup> E. Kucharska-Stasiak, Zachodnie rynki nieruchomości, Warszawa 2004.

<sup>9</sup> [Http://www.dix.de](http://www.dix.de),

<sup>10</sup> Członkowie Deutscher Immobilien Index: Allianz Immobilien GmbH, AMB Generali Immobilien GmbH, AXA Real Estate Managers, Deutschland GmbH, BASF Pensionskasse, Bayerische Versorgungskammer, Commerz Grundbesitz, Investmentgesellschaft mbH, Credit Suisse Asset Management, Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH, DB Real Estate Investment GmbH, DEFO Deutsche Fonds für Immobilienvermögen GmbH, DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, Deka Immobilien Investment GmbH, DIFA Deutsche Immobilien Fonds AG, GERLING Investment, Kapitalanlagegesellschaft mbH, HANSAINVEST Hanseatische Investment GmbH, IVG Immobilien AG, MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, R+V Allgemeine Versicherung AG, REDEVCO Services Deutschland GmbH, SEB Immobilien-Investment GmbH, Vivico Real Estate GmbH, WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH, Zurich Group Invest Europe GmbH.

<sup>11</sup> [Http://www.cash-online.de/cash-online/news](http://www.cash-online.de/cash-online/news)

<sup>12</sup> S. Buczek, Czy warto inwestować w fundusze nieruchomości w Polsce?, w: „Nasz Rynek Kapiłowy”, luty 2006.

<sup>13</sup> Zgodnie z założeniami w nieruchomościach biurowych Arka ulokuje 50 proc. aktywów funduszu powiększonych o kapitały obce, w nieruchomościach handlowych 20 proc., 10 proc. w magazynowych oraz 20 proc. w mieszkaniowych.

<sup>14</sup> Decydujące znaczenie dla inwestycji w nieruchomości handlowe ma nabycie CH Okęcie. Zgodnie z założeniami funduszu, docelowo 45 proc. kapitału ulokowane zostanie w nieruchomościach biurowych, 35 proc. w handlowych, 15 proc. w magazynowych oraz 5 proc. w pozostałych segmentach.

<sup>15</sup> Warszawa, Kraków, Wrocław, Poznań, Trójmiasto oraz obserwowane wzrastające zainteresowanie inwestorów łodzią i Szczecinem.

<sup>16</sup> Heterogeniczność, która jest transparentną cechą nieruchomości, wymaga wyodrębnienia przynajmniej kilku segmentów tego rynku. Rynek nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych charakteryzuje się odrębnymi cechami, trendami, zależnościami. Każdy rodzaj nieruchomości posiada inne determinanty wpływające na ich wartość rynkową oraz możliwy do osiągnięcia dochód netto z nieruchomości. W ramach rynku nieruchomości komercyjnych dokonac należy segmentacji na rynek nieruchomości handlowych, biurowych oraz magazynowo-logistycznych.

<sup>17</sup> [Http://www.kpwg.pl](http://www.kpwg.pl).