

Inwestowanie pośrednie na rynku nieruchomości

Urszula Gierałtowska*

Ewa Putek-Szeląg**

Streszczenie: W artykule przedstawiono możliwości inwestowania pośredniego na rynku nieruchomości. Omówiono dostępne na polskim rynku instrumenty, które dają możliwość pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce, oraz przeprowadzono analizę dochodowości tych instrumentów w latach 2011–2014. Wskazano na problemy występujące na rynku nieruchomości, które przekładają się na atrakcyjność inwestycyjną funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości oraz spółek sektora deweloperskiego.

Słowa kluczowe: rynek nieruchomości, fundusz inwestycyjny, inwestycje pośrednie

Wprowadzenie

W czasach wysokich wahań na rynkach finansowych oraz niepewności co do dalszych losów gospodarki światowej inwestowanie na podstawie akcji czy obligacji często okazuje się bardzo ryzykowne i mniej dochodowe. Inwestorzy, próbując zdywersyfikować swoje portfele, coraz częściej skłaniają się ku inwestycjom alternatywnym. W literaturze (Pruchnicka-Grabias red. 2008: 13–14) do inwestycji alternatywnych zaliczane są m.in. inwestycje w fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, inwestycje na rynku nieruchomości, zakup towarów lub surowców, inwestycje emocjonalne.

W praktyce gospodarcej na rynku nieruchomości możliwe są inwestycje w nieruchomości lub w instrumenty finansowe rynku nieruchomości. Inwestycje w nieruchomości są to inwestycje rzeczowe, które mogą dotyczyć przede wszystkim inwestycji mieszkaniowych, gruntowych i rekreacyjnych, ale również komercyjnych i przemysłowych. Są to inwestycje bezpośrednie, które oznaczają zakup faktycznie istniejącej nieruchomości. Dla większości inwestorów taka droga lokowania oszczędności nie jest dostępna, ponieważ wiąże się z wymogiem posiadania sporych zasobów finansowych lub zdolności kredytowej na odpowiednio wysokim poziomie (wysoka kapitałochłonność). Dodatkowo niska płynność rynku może utrudnić wyjście z inwestycji, co odnosi się w szczególności do inwestycji w specyficzne obiekty. Należy również pamiętać, że wysokie koszty transakcyjne są przeszkodą w aktywnym zarządzaniu portfelem nieruchomości i zmniejszają rentowność inwestycji. Bezpośrednie inwestycje w nieruchomości są bardzo czasochłonne, od inwestora wymagają fachowej wiedzy, a przede wszystkim dostępu do wiarygodnej informacji.

* dr Urszula Gierałtowska, Uniwersytet Szczeciński, e-mail: ugieraltowska@gmail.com

** dr Ewa Putek-Szeląg, Uniwersytet Szczeciński e-mail: ewaputek@gmail.com

Alternatywą dla inwestora są inwestycje finansowe w nieruchomości, które mogą być realizowane poprzez nabycie udziałów lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości lub których aktywa w większości stanowią nieruchomości, nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych (inwestujących w nieruchomości) czy zakup papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności zabezpieczonych hipoteką (Kucharska-Stasiak 2006: 190). Rozwinięte rynki zachodnie oferują dodatkowo inwestycje w papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych oraz inwestycje przy użyciu instrumentów pochodnych, np. kontrakty futures na indeksy nieruchomości.

Podstawowym celem artykułu jest omówienie dostępnych na polskim rynku instrumentów, które dają możliwość pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce, oraz przedstawienie dochodowości tych instrumentów.

1. Wady i zalety inwestowania pośredniego na rynku nieruchomości

Dzięki inwestowaniu pośredniemu inwestor indywidualny może partycypować w korzyściach płynących z rynku nieruchomości, zwłaszcza nieruchomości komercyjnych, unikając jednocześnie barier towarzyszących bezpośredniemu inwestowaniu w ramach tego rynku. Inwestowanie pośrednie łączy w sobie zalety inwestowania na rynku nieruchomości z zaletami inwestowania na rynku akcji, a jednocześnie jest pozbawione wielu wad właściwych inwestycjom bezpośrednim. Jednak w przypadku inwestycji pośrednich należy pamiętać, że stopa zwrotu nie zależy jedynie od konkretnej nieruchomości, ale również od warunków i sytuacji panujących na rynku nieruchomości i rynku papierów wartościowych (zob. Ball i in. 1998).

Do podstawowych zalet inwestowania pośredniego należy zaliczyć:

- niską kapitałochłonność – inwestorzy nie muszą angażować tak wysokich kwot jak w przypadku inwestycji bezpośrednich na rynku nieruchomości;
- wysoką płynność, która pozwala w razie potrzeby szybko wycofać zainwestowane środki (instrumenty te znajdują się w obrocie publicznym);
- podzielność – inwestor ma możliwość wycofania tylko części środków finansowych, co w wypadku zakupu konkretnej nieruchomości może być utrudnione;
- niższe ryzyko, które umożliwia większą i skuteczniejszą dywersyfikację;
- niższe koszty transakcyjne, co może przełożyć się na wyższą rentowność inwestycji;
- możliwość wykorzystania wiedzy i doświadczenia profesjonalnej kadry zarządzającej – inwestor dysponuje zdywersyfikowanym portfelem inwestycyjnym, co zapewnia mu wysoki poziom bezpieczeństwa.

Jednak mamy również do czynienia z dość istotnymi kwestiami problematycznymi, z których najważniejsze to:

- brak kontroli i wpływu na działania zarządzających – inwestor poniekąd oddaje kontrolę nad kapitałem w obce ręce, gdyż nie ma możliwości bezpośredniego wpływu na strategię czy to funduszu, czy to spółki deweloperskiej;

- wysoka korelacja z rynkiem akcji;
- brak fizycznej „dotykaności”;
- opłaty operacyjne, w tym administracyjne i manipulacyjne;
- niska elastyczność w krótkim okresie.

2. Inwestowanie w fundusze nieruchomości

Polski rynek nieruchomości w ostatnich latach wzbogacił się o nowe formy inwestowania, jakimi są fundusze nieruchomości. Są to fundusze inwestycyjne, które lokują aktywa na rynku nieruchomości. Kryterium warunkującym określenie danego funduszu inwestycyjnego mianem funduszu nieruchomości jest lokowanie przez ten fundusz (w sposób pośredni lub bezpośredni) zdecydowanej większości aktywów w nieruchomości.

Rynek ten jest stosunkowo młody i charakteryzuje się mniejszą konkurencyjnością oferowanych produktów w porównaniu do rynku europejskiego czy amerykańskiego. Największe i najstarsze rynki funduszy nieruchomości powstały w Szwajcarii, Niemczech i Francji. Rozpoczęły funkcjonowanie odpowiednio w latach 1938, 1959 i 1958. Pierwsze fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości w Polsce powstały w 2002 roku¹, ale nie cieszyły się zainteresowaniem. Ich stopniowy rozwój nastąpił po 2004 roku, kiedy nastąpiła zmiana Ustawy o funduszach inwestycyjnych (27 maja 2004), ale również nastąpił proces integracji rynku kapitałowego z jednolitymi strukturami rynku europejskiego, co było bodźcem do rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Zgodnie z obowiązującym w Polsce ustawodawstwem fundusze nieruchomości mogą inwestować w nieruchomości w sposób pośredni lub bezpośredni. Fundusze o konstrukcji otwartej (FIO, SFIO) mają najmniesze spektrum możliwych instrumentów, mogą jedynie pośrednio inwestować w nieruchomości poprzez nabywanie papierów wartościowych podmiotów związanych z rynkiem nieruchomości, m.in. spółek budowlanych czy deweloperkich. Fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ) może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym, przy czym ustawodawca ustalił minimalną liczbę nieruchomości w portfelu funduszu.

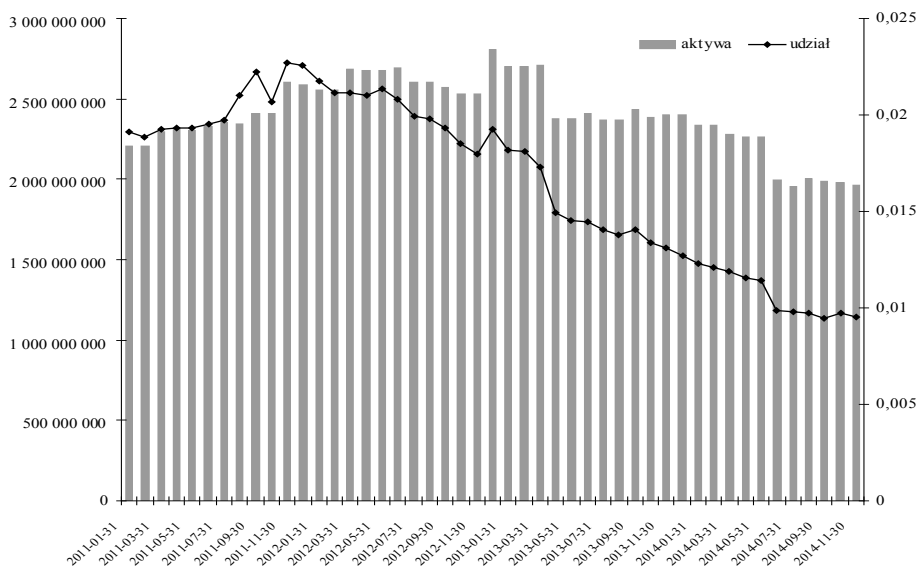
Fundusze nieruchomości najczęściej zakładają długookresowy horyzont inwestycji wynoszący około 8–10 lat. Podyktowane jest to trwaniem cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości. Zatem inwestorzy rozważający inwestowanie w fundusze nieruchomości powinni zawsze traktować ten instrument jako przedmiot długofalowego oszczędzania.

Większość funduszy to fundusze bardzo młode (powstałe dopiero w 2008 roku i później), ale można zauważyć, że fundusze nieruchomości nie cieszą się wysokim zainteresowaniem wśród Polaków (rysunek 1). Wartość aktywów na koniec listopada 2014 roku wynosiła 1 959,813 mln zł, co stanowiło zaledwie 0,952% polskiego rynku funduszy inwestycyjnych

¹ Geneza funduszy nieruchomości na świecie sięga 1880 r., kiedy w Bostonie, w stanie Massachusetts, powstał pierwszy na świecie fundusz inwestujący w nieruchomości, pozwalający inwestorom uniknąć podwójnego opodatkowania (za: Antkiewicz, Kalinowski red. 2008).

(ich aktywa sięgają kwoty 205 866,75 mln zł)². Niestety, udział ten systematycznie maleje od listopada 2011 roku – w ciągu trzech lat nastąpił spadek o 1,3 punktu procentowego.

Jak już wcześniej zauważono, rynek nieruchomości w Polsce ciągle znajduje się w fazie rozwoju. Czynnikiem utrudniającym jest przede wszystkim brak kapitału oraz wysokie koszty jego pozyskania. Na wyniki funduszy nieruchomości mają wpływ przede wszystkim koniunktura na rynku nieruchomości oraz trafność podejmowanych decyzji inwestycyjnych.



Rysunek 1. Poziom aktywów funduszy zamkniętych typu *real estate* i ich procentowy udział w ogóle aktywów funduszy inwestycyjnych w okresie styczeń 2011 – wrzesień 2014.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów IZFiA.

Ze względu na charakter poszczególnych grup funduszy szczegółowej analizie zostały poddane jedynie fundusze inwestycyjne zamknięte. Fundusze te tworzą portfele obiektów, bazując w większości na nieruchomościach komercyjnych, w szczególności biurowych, handlowo-usługowych oraz magazynowych (logistycznych). Stanowią od 80% do 100% portfela nieruchomości. Pozostałą część stanowią projekty deweloperskie oraz tereny inwestycyjne. Obecnie w Polsce funkcjonuje dziesięć funduszy nieruchomości, z czego dwa zostały utworzone dopiero w 2014 roku (AGIO Nieruchomości Komercyjnych FIZ AN oraz Skarbiec Dochodowych Nieruchomości FIZ AN). Część funduszy, jak np. Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, Skarbiec Rynku Nieruchomości FIZ czy FIZ RE Income, znajdują się w likwidacji.

² Informacje zebrane przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (www.izfa.pl).

Analizując roczną stopę zwrotu, należy zauważyć, że aż sześć funduszy uzyskało ujemne stopy zwrotu. Słabe wyniki funduszy to efekt przede wszystkim okresu, w jakim kupowały one nieruchomości. Ich zakupy najczęściej przypadły na okres hossy na rynku nieruchomości. Obecnie mają one problem ze sprzedażą inwestycji po satysfakcjonujących cenach. Część funduszy zdecydowało o maksymalnym wydłużeniu działalności, chcąc w ten sposób uniknąć sprzedaży nieruchomości pod dużą presją cenową. Niestety, nic nie wskazuje na możliwość znaczącego ożywienia na rynku inwestycyjnym, które mogłoby doprowadzić do wzrostu cen transakcyjnych nieruchomości w porównaniu do ich obecnej wartości. Dodatkowo wśród inwestorów utrzymuje się wysoka awersja do ryzyka – obecnie poszukują rozwiązań oferujących stabilną stopę zwrotu z zachowaniem płynności.

Tabela 1

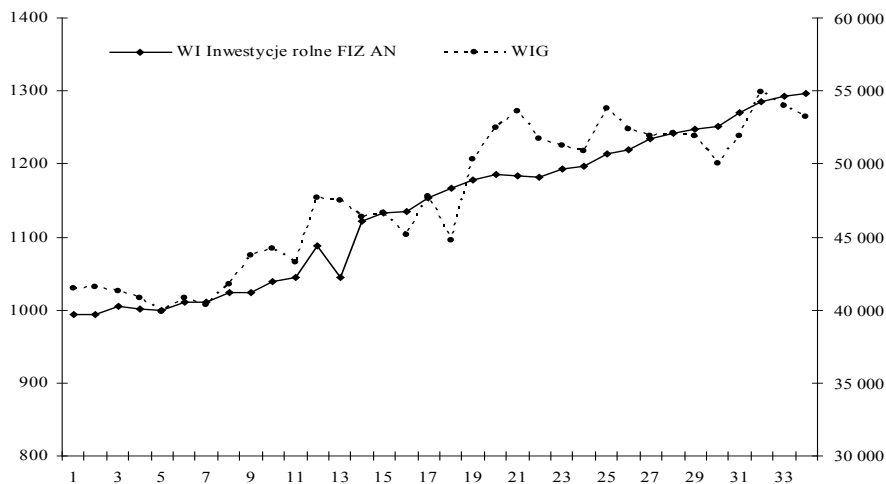
Wycena certyfikatów oraz stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych zamkniętych rynku nieruchomości

Lp.	Nazwa funduszu inwestycyjnego zamkniętego (FIZ)	Pierwsza wycena		Ostatnia wycena		Stopa zwrotu za cały okres (%)	Roczna stopa zwrotu (%)
		data (emisji)	wartość certyfikatu	data	wartość certyfikatu		
1	ARKA BZ WBK Rynku Nieruchomości 2 FIZ	31.07.2008	97,00	31.10.2014	75,16	-22,52	-8,52
2	BPH FIZ Sektora Nieruchomości	3.08.2005	98,00	30.09.2014	87,09	-11,13	-24,32
3	BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2	21.07.2008	98,00	30.09.2014	124,91	27,46	-9,20
4	Investor Property FIZ AN	9.07.2010	1000,00	30.09.2014	919,62	-8,04	-5,21
5	Ipopema Rynku Mieszkaniowego FIZ AN	14.12.2010	100,00	25.09.2014	83,36	-16,64	-26,33
6	SECUS FIZ InProperty	6.09.2010	100,00	30.09.2014	108,54	8,54	5,31
7	WI Inwestycje Rolne FIZ AN	10.01.2012	1000,00	30.11.2014	1 296,06	29,61	9,47
8	FIZ AN Deweloperski Nieruchomości Komercyjnych SATUS	24.08.2011	1000,00	31.10.2014	721,17	-27,88	-14,91

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji zamieszczonych na stronach FIZ oraz www.money.pl.

Dodatknie stopy zwrotu uzyskały jedynie dwa fundusze: SECUS FIZ InProperty oraz WI Inwestycje Rolne FIZ AN. Pierwszy fundusz inwestuje głównie w nieruchomości komercyjne. Natomiast WI Inwestycje Rolne FIZ AN jest pierwszym w Polsce funduszem inwestującym wyłącznie w ziemię rolną. Zyski czerpią z dopłat obszarowych oraz stabilnego wzrostu cen ziemi rolnej w Polsce³.

³ Od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej ceny gruntów wzrosły o ponad 307%, co daje około 17,5% w skali roku. W analogicznym okresie indeks WIG20 wzrósł o około 38%, co daje w skali roku jedynie 3,3%.



Rysunek 2. Wartość certyfikatu WI Inwestycje Rolne FIZ AN na tle indeksu WIG (ujęcie miesięczne) w okresie styczeń 2012 – listopad 2014.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.ir.pl

Wydaje się, że oferta funduszy mieszkaniowych nie w pełni spełnia oczekiwań inwestorów, głównie z powodu problemów związanych z płynnością (FIZ mają ograniczone możliwości obrotu udziałami), wysokimi barierami wejścia do funduszu (najczęściej minimalna kwota inwestycji to kilka tysięcy złotych) oraz niewielką przewidywalnością wyników inwestycyjnych (trudno jest jednoznacznie ocenić wyniki działalności funduszy nieruchomości, a tym bardziej nie jest zasadne porównywanie dotychczasowych wyników z wynikami innych instrumentów rynku kapitałowego). Należy pamiętać, że fundusze nie zakończyły jeszcze działalności, więc ostateczne wskaźniki opłacalności nie są znane i mogą odbiegać od przedstawionych⁴.

Na świecie coraz popularniejsze stają się tzw. REIT (Real Estate Investment Trust) oraz FREIT (Finite Real Estate Investment Trust), czyli spółki celowe, które kupują nieruchomości i na bazie zgromadzonego kapitału emitują papiery wartościowe, a inwestorom wypłacają dywidendę. Rynek ten jest najsilniej rozwinięty w USA. Zaletą funduszy typu REIT jest możliwość odliczenia wysokości dywidendy od podstawy opodatkowania, zatem większość REIT wypłaca udziałowcom niemal 100% dywidendy, aby uniknąć podwójnego opodatkowania. Rozwiązanie to jest mało popularne w Polsce, ale z pewnością w najbliższych latach tego typu fundusze pojawią się w większej liczbie na polskim rynku kapitałowym. Są one bezpieczniejsze od innych instrumentów finansowych ze względu na strukturę przychodów, których źródłem są czynsze i długoterminowy wynajem powierzchni handlowych, biurowych czy usługowych.

⁴ Bardziej szczegółowa analiza funduszy *real estate* została przedstawiona w pracy: Gieraltowska 2010.

3. Inwestowanie w akcje spółek deweloperskich

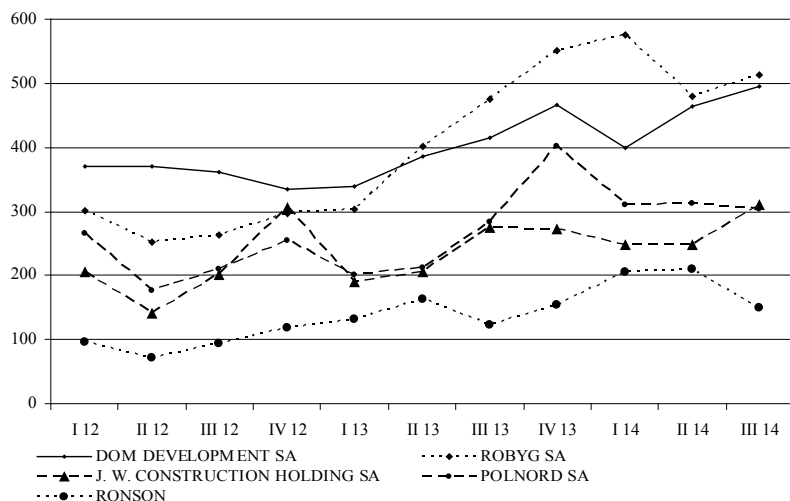
Alternatywą dla inwestora indywidualnego, który nie chce dokonywać inwestycji rzeczowych, może być również inwestowanie w spółki, które są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W przypadku spółek giełdowych rynku nieruchomości są to głównie spółki deweloperskie, których podstawowym rodzajem działalności jest budowa nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych (w tym biurowych). Oprócz spółek deweloperskich można inwestować w spółki działające na polskim i światowym rynku budownictwa. Oczywiście zyskowność tego typu inwestycji uzależniona jest od koniunktury na krajowym i światowym rynku papierów wartościowych, jakości zarządzania, obranej strategii, a jedynie pośrednio od sytuacji na rynku nieruchomości oraz cen materiałów i usług budowlanych.

Kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime*, który ujawnił się w pełni w połowie 2007 roku, skutkowałam zapaścią finansową na całym świecie. Spadek cen nieruchomości wywołał załamanie aktywności sektora budownictwa. Spadki na giełdach i spadek cen nieruchomości przyczyniły się do gwałtownego zmniejszenia wyceny majątku posiadanego przez gospodarstwa domowe. Kryzys finansowy utrudnił dodatkowo dostęp do kredytów i podwyższył jego cenę.

W Polsce, która była uważana za „zieloną wyspę ekonomiczną” w Europie, popyt na mieszkania spadł niemal natychmiast. Najpóźniej kryzys dotarł do branży nieruchomości komercyjnych, w której proces inwestycyjny jest znacznie rozłożony w czasie, jednak ślady pogorszenia koniunktury były tam odczuwalne najdłużej. W konsekwencji sytuacji na świecie część firm deweloperskich czy budowlanych znacznie ograniczyła działalność lub nawet ogłosiła upadłość. Spadki cen nieruchomości sprawiły, że deweloperzy musieli wyjść naprzeciw oczekiwaniom i możliwościom potencjalnych nabywców i kredytobiorców, elastycznie dostosowując własną ofertę do oczekiwań rynku.

Na GPW notowane są przede wszystkim spółki deweloperskie działające w sektorze rynku mieszkaniowego, ale również deweloperzy działający *stricte* na rynku nieruchomości komercyjnych (Globe Trade Centra SA, BBI Development SA czy Echo Investment SA). To sprawia, że analizę tych spółek należy przeprowadzać w kontekście kondycji rynku, na którym działają.

Obecnie deweloperzy odczuwają ożywienie na rynku nieruchomości. Powodem są rekordowo niskie stopy procentowe, a najbardziej namacalnym efektem jest wzrost sprzedaży.



Rysunek 3. Wyniki dotyczące sprzedaży mieszkań przez wybrane spółki deweloperskie w poszczególnych kwartałach lat 2012–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez PAP.

Dla większości największych spółek deweloperskich można zauważyć nieznaczny wzrost sprzedaży mieszkań. Liderami są ROBYG SA oraz Dom Development SA. Ciągłym problemem spółek deweloperskich są: uzależnienie poziomu sprzedaży mieszkań od dostępności finansowania dla potencjalnych nabywców mieszkań związanej z sytuacją makroekonomiczną oraz rekomendacjami KNF, wysokie ceny mieszkań w stosunku do zarobków Polaków, wysoka konkurencja (presja na spadek cen), „ustawa deweloperska” (ustawa o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego), przekonanie klientów o trwałości trendu spadkowego cen mieszkań – co wpływa na odkładanie w czasie decyzji o zakupie mieszkania.

W celu oceny kondycji ekonomiczno-finansowej analizowanych spółek deweloperskich wykorzystano wskaźnik TMAI⁵, który pozwolił dokonać klasyfikacji spółek na podstawie wybranych wskaźników finansowych za lata 2011–2013. Klasyfikacji poddano 24 spółki, dla których uzyskano pełną bazę wiarygodnych informacji finansowych. Jako zmienne diagnostyczne, które posłużyły do oceny siły fundamentalnej spółek, zaproponowano wykorzystanie miar opisujących płynność bieżącą, stopę zadłużenia, ROE oraz zysk na 1 akcję. Wyniki przedstawiono w tabeli 2.

⁵ Szczegółową procedurę budowy wskaźnika TMAI przedstawił Waldemar Tarczyński (Tarczyński 1994). Ze względu na ograniczenia ilościowe w pracy nie zaprezentowano metodologii wyznaczania TMAI.

Tabela 2

Klasyfikacja spółek deweloperskich w latach 2011–2013 na podstawie miary syntetycznej TMAI

Nazwa spółki	Rok 2011		Rok 2012		Rok 2013	
	wartość TMAI	ranking	wartość TMAI	ranking	wartość TMAI	ranking
ALTA SA	0,4762	7	0,3874	2	0,7159	2
ALTERCO SA	0,3835	18	0,0185	23	0,0000	24
ATLAS ESTATES LIMITED	0,2340	21	0,2699	19	0,6882	4
BBI DEVELOPMENT SA	0,4890	5	0,3556	7	0,7030	3
CPD SA	0,0000	24	0,2054	22	0,6489	7
DOM DEVELOPMENT SA	0,4456	12	0,3207	13	0,5762	13
ECHO INVESTMENT SA	0,4689	11	0,3853	3	0,7469	1
ED INVEST SA	0,5196	1	0,3389	11	0,6226	10
GANT DEVELOPMENT SA*	0,4761	8	0,0000	24	0,5280	18
GLOBE TRADE CENTRE SA	0,2274	22	0,3420	10	0,5867	12
J.W. CONSTRUCTION HOLDING SA	0,4372	13	0,3526	8	0,6772	5
KCI SA	0,4751	10	0,2178	21	0,4775	21
LC CORP SA	0,3930	17	0,2925	17	0,6171	11
OCTAVA SA	0,5195	2	0,3122	16	0,4915	19
ORCO PROPERTY GROUP SA	0,1539	23	0,3382	12	0,3280	22
PLATINUM PROPERTIES GROUP SA	0,5144	3	0,3810	4	0,5498	17
PLAZA CENTERS NV	0,4036	16	0,3166	15	0,2233	23
POLNORD SA	0,4787	6	0,3520	9	0,6487	8
RANK PROGRESS SA	0,4999	4	0,3991	1	0,6403	9
ROBYG SA	0,4290	14	0,3610	6	0,6541	6
RONSON EUROPE NV	0,4201	15	0,3179	14	0,5604	15
TRITON DEVELOPMENT SA	0,3369	19	0,2309	20	0,4798	20
WARIMPEX FINANZ- UND BETEILIGUNGS AG	0,2458	20	0,2872	18	0,5534	16
WIKANA SA	0,4752	9	0,3697	5	0,5715	14

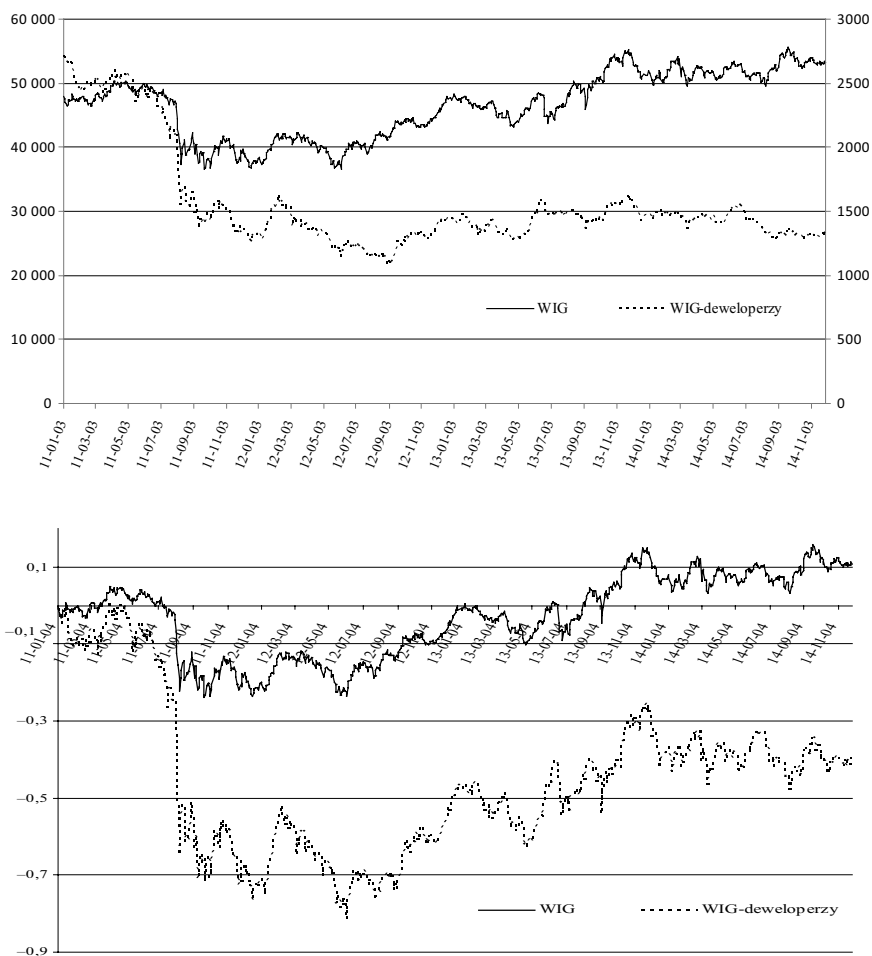
* Spółka od lipca 2014 r. w stanie upadłości.

Źródło: opracowanie własne.

Analizując wyniki zawarte w tabeli 2, należy zwrócić uwagę, że generalnie kondycja ekonomiczno-finansowa spółek deweloperskich jest bardzo słaba. Nieznaczną poprawę wskaźników TMAI zauważono w 2013 roku. Oczywiście wybrane spółki deweloperskie prezentują się lepiej, inne gorzej, jednak ogólny obraz segmentu deweloperskiego na warszawskiej

giełdzie sugeruje marginalne zainteresowanie inwestorów akcjami deweloperów. Za taki stan po części odpowiada bardzo przeciętna koniunktura na rodzimym rynku kapitałowym.

Poprawiająca się z miesiąca na miesiąc sytuacja fundamentalna branży deweloperskiej, rosnące wyniki sprzedaży przy zadowalającej rentowności oraz dobre perspektywy rozwoju koniunktury na rynku mieszkaniowym praktycznie nie znajdują żadnego pozytywnego przełożenia na notowania deweloperów mierzone indeksem WIG-deweloperzy.



Rysunek 4. Poziom indeksu WIG oraz WIG-deweloperzy w okresie 1 stycznia 2011 – 30 listopada 2014 oraz zmiany indeksów w porównaniu do stycznia 2011.

Źródło: opracowanie własne.

W badanym okresie (od początku 2011 do 30 listopada 2014) indeks WIG-deweloperzy stracił 50,8%, ale od połowy 2012 roku jest w trendzie wzrostowym. W tym samym okresie, mimo zawirowań na rynku kapitałowym, WIG zyskał 10,9%. Zależność pomiędzy stopami zwrotu badanych indeksów jest statystycznie istotna (współczynnik korelacji liniowej na poziomie 0,75). Indeks WIG-deweloperzy jest jednym z trzech najgorszych indeksów na GPW, obok WIG-spożywczy i WIG-surowce, które znacznie odbiegają od poziomu pozostałych indeksów sektorowych. Równie niekorzystna jest sytuacja spółek deweloperskich (tabela 3). O poziomie indeksu WIG-deweloperzy w największym stopniu decydują deweloperzy komercyjni Echo Investment i GTC – spółki te stanowią około 40% portfela indeksu. Obecnie na rynku nieruchomości komercyjnych trwa relatywnie słabszy okres związany ze spowolnieniem gospodarczym i wysoką podażą powierzchni komercyjnych, co jest widoczne zwłaszcza na rynku nieruchomości biurowych w największych polskich miastach. Szczególnie słabe wyniki zauważyć można dla spółki GTC, która w analizowanym okresie straciła ponad 70%. Wpłynęło to na politykę spółki, która musiała zrezygnować z planów dużej emisji akcji z prawem poboru.

Tabela 3

Stopy zwrotu dla wybranych spółek i indeksów giełdowych (%)

Indeks/spółka	Średnie tygodniowe stopy zwrotu				styczeń – listopad 2014	Zmiana listopad 2014 / styczeń 2011
	styczeń 2011 – listopad 2014	2011	2012	2013		
WIG	0,091	-0,403	0,490	0,168	0,103	10,920
WIG-deweloperzy	-0,311	-1,348	0,246	0,051	-0,193	-50,773
Alta	-0,380	-0,956	-0,889	1,700	-1,448	-69,663
BBI	-0,268	-0,939	0,771	0,159	-1,133	-49,787
Dom Development	0,302	-0,334	0,510	1,076	-0,072	36,215
GTC	-0,495	-1,690	0,497	-0,438	-0,353	-72,378
J.W. Construction	-0,667	-1,834	-0,270	0,663	-1,280	-83,763
Polnord	-0,492	-1,445	-0,362	0,181	-0,337	-78,287
Ronson	0,191	-1,072	0,134	1,936	-0,270	7,779
Robyg	0,363	-0,829	0,990	1,066	0,206	48,438
Echo Investment	0,252	-0,692	1,046	0,495	0,143	36,162

Źródło: obliczenia własne.

Większość spółek deweloperskich w segmencie mieszkaniowym również wyraźnie traciła – najwięcej spółka J.W. Construction (blisko 84%) oraz Polnord (ponad 78%). Spółka J.W. Construction jest jednym z największych polskich deweloperów mieszkaniowych, jednak dodatkowo jednym z najbardziej zadłużonych. Na jej niekorzyść działa m.in. zamrożenie kilku kluczowych inwestycji, w tym budowy Hanza Tower w Szczecinie. Jednak sytuacja finansowa w spółce jest stabilna, co może korzystnie wypłynąć na jej perspektywy

rozwoju. Częstym problemem spółek są problemy z zakupem nowych gruntów pod realizację przedsięwzięć deweloperskich w atrakcyjnych cenach, co tłumaczy ostrożność inwestorów.

Najlepsze wyniki w segmencie mieszkaniowym zanotowały spółki ROBYG (48%) oraz Dom Development (36%) – obie weszły w fazę stabilizacji sprzedaży mieszkań, efektywnie inwestują w swój bank ziemi oraz sprawnie i terminowo uruchamiają kolejne, ambitne plany inwestycyjne, co stwarza im duży potencjał do wzrostu.

Pomimo ogólnej poprawy wyników sprzedażowych deweloperów połączonej ze wzrostem ich aktywności inwestycyjnej nie widać wyraźnej poprawy koniunktury spółek deweloperskich notowanych na GPW. W sektorze mieszkaniowym jest to wynikiem słabej koniunktury na rynku kredytów hipotecznych, która może się jeszcze pogorszyć na początku 2015 roku, kiedy zgodnie z rekomendacją KNF zostanie podniesiona wysokość wkładu własnego przy zakupie mieszkania na kredyt z 5% do 10%.

Uwagi końcowe

Obok przedstawionych już pośrednich form inwestowania w nieruchomości należy wymienić również listy zastawne, czyli dłużne papiery wartościowe, których podstawą są wierzytelności banków hipotecznych zabezpieczone hipotekami lub gwarancją określonych instytucji.

Listy zastawne są młodym instrumentem finansowym na polskim rynku kapitałowym. To instrumenty, które spełniają kryteria obligacji zabezpieczonych. W 2000 roku BRE Bank Hipoteczny – po ponadpółwiecznej przerwie – jako pierwszy wprowadził hipoteczne listy zastawne do obrotu. Rok 2007 to z kolei czas debiutu publicznych listów zastawnych, których zabezpieczeniem są kredyty udzielone sektorowi publicznemu – również wyemitowanych po raz pierwszy przez BRE Bank Hipoteczny. W chwili obecnej na parkiecie GPW Catalyst są notowane listy zastawne wyemitowane jedynie przez dwa banki: PKO Bank Hipoteczny i BRE Bank Hipoteczny. Liderem na rynku jest BRE Bank Hipoteczny, który ma 70% udziałów w rynku tych papierów. Zaletami listów zastawnych są ogólnie jasne i precyzyjne ramy prawne, wysoki poziom bezpieczeństwa i gwarancji, a także szanse na ich obrót na rynku wtórnym. Jednak w przypadku listów zastawnych procedury są bardzo długotrwałe, a przepisy często ulegają zmianom. Polski rząd przyjął projekt założeń do nowelizacji ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Nowelizacja ma na celu rozwój banków hipotecznych oraz rynku tych instrumentów dłużnych poprzez wprowadzenie rozwiązań prawnych, które na szerszą skalę umożliwią refinansowania kredytów hipotecznych poprzez emisję listów zastawnych, a w konsekwencji również obniżą koszty kredytów.

Listy zastawne służą refinansowaniu portfeli kredytowych w długim terminie. W Polsce ich udział w refinansowaniu banków sięga zaledwie 0,14% (wobec około 20% w całej Unii Europejskiej). List zastawny powinien być dla banków idealnym instrumentem finansowania długoterminowego. Pomimo to w Polsce rynek listów zastawnych nie rozwinął się, głównie z powodu braku dobrych rozwiązań prawnoregulacyjnych.

Każdy wybór inwestora niesie ze sobą ryzyko i pewne ograniczenia. Nieruchomości są trzecią klasą aktywów (po obligacjach i akcjach), którymi są zainteresowani inwestorzy z uwagi na niską korelację z innymi aktywami oraz ogólnie niskie ryzyko inwestycyjne. Jednak należy pamiętać, że o ile stopy zwrotów z akcji czy obligacji wyprzedzają często cykl ekonomiczny, o tyle stopy zwrotu z nieruchomości reagują z opóźnieniem na zmiany. Bezpośrednie inwestycje w nieruchomości są bardzo czasochłonne i obciążone niską płynnością, a zmiany cen często nie odzwierciedlają rzeczywistej sytuacji ekonomicznej.

Dużo prostym i szybszym sposobem inwestowania na rynku nieruchomości jest inwestowanie pośrednie poprzez fundusze *real estate* działające na rynku lub spółki deweloperskie notowane na GPW. Tego typu inwestycje są dostępne dla większej części społeczeństwa, przede wszystkim z uwagi na niższą kapitałochłonność. Niestety, polski rynek funduszy jest rynkiem charakteryzującym się stosunkowo krótką historią notowań, postrzeganym jako bardziej ryzykowny i nieoferujący konkurencyjnych produktów inwestycyjnych.

Z kolei branża deweloperska jest mało odporna na wahania koniunktury oraz spowolnienie gospodarcze, z jakim mamy do czynienia. Negatywnym czynnikiem są również restrykcyjne warunki udzielania kredytów nakładane na banki przez KNF oraz uchwalona wcześniej ustawa deweloperska. Czynniki te sprawiają, że akcje spółek z branży deweloperskiej nie cieszą się zainteresowaniem inwestorów i są słabo wyceniane przez rynek.

W Polsce nie wykorzystuje się sprawdzonych już na świecie nowoczesnych struktur inwestycyjnych na rynku nieruchomości, a w konsekwencji mechanizmy finansowania rynku nieruchomości są niedostosowane do tendencji zachodzących na rynku globalnym. Implementacja funduszy typu REITs powinna być kwestią czasu, gdyż wynika to z konieczności dostosowywania się do globalnych trendów kształtujących zarówno rynek kapitałowy, jak i rynek nieruchomości.

Literatura

- Antkiewicz A., Kalinowski M. (red.) (2008), *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa.
- Ball M., Lizieri C., MacGregor B.D. (1998), *The Economics of Commercial Property Markets*, Routledge, London.
- Gierałtowska U. (2010), *Inwestycje na rynku nieruchomości w warunkach polskich*, w: *Rynek kapitałowy*, red. W. Tarczyński, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 612, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 28, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Kucharska-Stasiak E. (2006), *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Pruchnicka-Grabias I. (red.) (2008), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa.
- Tarczyński W. (1994), *Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe*, „Przegląd Statystyczny”, R. 41, z. 3, Warszawa.

INDIRECT INVESTING IN REAL ESTATE MARKET

Abstract: The article presents the indirect investment opportunities on the real estate market. Moreover, it discusses instruments on the Polish market that open the opportunities for indirect investments in the Polish real estate market. The authors analysed the profitability of these instruments in 2011–2014. Finally, they pointed to the problems faced by the real property market that have an effect on the attractiveness of the real property investment funds and the property development companies.

Keywords: real estate market, investment fund, indirect investments