



DOI: 10.18276/sip.2018.54/3-10

**Michał Dudka\***

Uniwersytet Szczeciński

## PRZYCZYNY NIEPOWODZEŃ FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH NIERUCHOMOŚCI W POLSCE DZIAŁAJĄCYCH W LATACH 2004–2016 NA PRZYKŁADZIE FIZ BPH SEKTORA NIERUCHOMOŚCI

### Streszczenie

Fundusze Inwestycyjne Zamknięte Nieruchomości zostały stworzone jako źródło pewnych i bezpiecznych inwestycji. Niestety z uwagi na niekorzystne czynniki mające bezpośredni wpływ na zyski firm zarządzających powierzonym kapitałem FIZ Nieruchomości w warunkach polskich nie sprawdziły się i wykazały w większości niekorzystne wyniki finansowe na dzień zamknięcia (działających w latach 2004–2016). Powodem takiego stanu rzeczy jest szereg złych decyzji inwestycyjnych wynikających bezpośrednio z dekonjunktury, która pojawia się na rynku wraz z kryzysem ekonomicznym roku 2008. Spadki na giełdach i rynku nieruchomości wsparte błędnie określonymi założeniami zarządzających funduszami spotęgowały straty poniesione przez fundusze. Negatywne doświadczenia inwestorów z funduszami zarejestrowanymi w latach 2004–2016 mają wciąż negatywny wpływ na tworzenie nowych, lepiej zarządzanych i właściwie zabezpieczonych FIZ Nieruchomości.

**Słowa kluczowe:** rynek nieruchomości, fundusze rynku nieruchomości, finansowanie rynku nieruchomości, źródła finansowania, fundusze inwestycyjne zamknięte, ponoszenie strat

---

\* Adres e-mail: [mdudka@wneiz.pl](mailto:mdudka@wneiz.pl).

## Wstęp

Wraz z rozwojem gospodarczym kraju rozwija się rynek nieruchomości. Powstają nowe osiedla mieszkaniowe, kampusy akademickie, ośrodki przemysłowe, biurowce i apartamentowce. Aby sprostać rosnącemu popytowi na nieruchomości, powstają nowe podmioty gospodarcze zajmujące się obsługą tego sektora. Rosnąca skala inwestycji i zasięg działania uczestników tego rynku determinują fakt powstawania nowych metod finansowania inwestycji. Jako że inwestowanie w gospodarce rynkowej jest kluczowym elementem pozwalającym na pomnażanie kapitału, a nieruchomości obok rynku kapitałowego są jedną z najczęściej wybieranych alternatyw, tworzące się fundusze inwestycyjne przejmują rolę inwestorów i na kanwie doświadczeń winny w sposób właściwy i konsekwentny zarządzać powierzonym kapitałem i realizować oczekiwania inwestorów co do stóp zwrotu i osiąganych przez fundusz zysków.

Rynek nieruchomości – jako rynek wysoko kapitałochłonny a zarazem według doświadczeń i literatury przedmiotu stosunkowo bezpieczna forma inwestycji dająca relatywnie wysokie stopy zwrotu – zdaje się być idealną opcją inwestycyjną. Dzięki wykorzystaniu struktur funduszy inwestycyjnych możliwe jest zaangażowanie kapitałowe mniejszych podmiotów w duże i opłacalne inwestycje na rynku nieruchomości, jednak aby osiągać zamierzone zwroty i sukces, trzeba posiadać właściwą wiedzę na temat rynku i z powodzeniem ją wykorzystywać.

W niniejszym opracowaniu zostanie przedstawiony problem niewłaściwego zarządzania Funduszami Inwestycyjnymi Rynku Nieruchomości, wskazane zostaną determinanty niepowodzenia inwestycyjnego funduszy, uzyskane stopy zwrotu oraz możliwa alternatywna forma inwestycji pośredniej w rynek nieruchomości. W artykule zostanie również zaprezentowana podstawa niskiego zainteresowania Funduszami Inwestycyjnymi Rynku Nieruchomości.

### 1. Czym są fundusze inwestycyjne – wprowadzenie

Fundusz inwestycyjny to instytucja zbiorowego inwestowania, która lokuje powierzone mu środki w różne instrumenty dostępne na rynku finansowym. Tworzą go pieniądze powierzone przez indywidualnych inwestorów, które są zarządzane na ich rzecz przez specjalistów – licencjonowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego doradców inwestycyjnych. W zależności od typu funduszu większa część środków

może być inwestowana w akcje lub w papiery dłużne, czyli na przykład obligacje i bony skarbowe (Jadwosiuk, Rożko, 2010, s. 5–6).

W Polsce jedynymi podmiotami uprawnionymi do zarządzania funduszami (czyli inwestowania powierzonych środków) są Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych. Są to spółki akcyjne, a ich właścicielami są z reguły duże, renomowane instytucje finansowe, takie jak banki, firmy ubezpieczeniowe czy zagraniczne podmioty specjalizujące się w zarządzaniu inwestycjami. W zamian za zdeponowane środki finansowe inwestorom zostają przydzielone tytuły uczestnictwa. Ich liczba pokazuje proporcjonalny udział uczestnika w majątku funduszu inwestycyjnego. Inwestowane przez fundusz inwestycyjny wpłaty uczestników tworzą jego portfel inwestycyjny, który jest źródłem osiągniętych przez fundusz dochodów, które przysługują uczestnikom proporcjonalnie do liczby posiadanych tytułów uczestnictwa. W trakcie funkcjonowania fundusz inwestycyjny otwarty zbywa lub odkupuje przyznane uczestnikowi jednostki na jego żądanie, zaś fundusz zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne oraz dokonuje ich wykupu w przypadkach określonych w statucie funduszu ([https://www.pekao24.pl/\\_usercontent/\\_Informacja\\_o\\_funduszach\\_inwestycyjnych\\_P24.pdf](https://www.pekao24.pl/_usercontent/_Informacja_o_funduszach_inwestycyjnych_P24.pdf)).

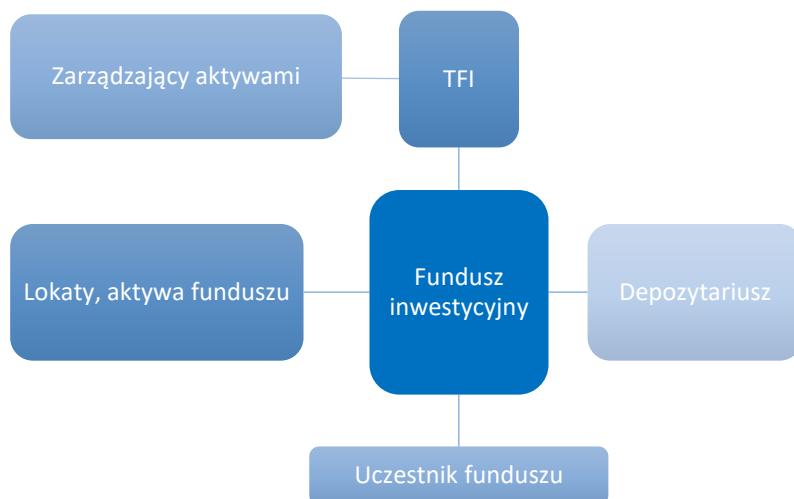
Fundusz inwestycyjny jest instytucją lokującą pulę zebranych od uczestników środków pieniężnych w różnego rodzaju papiery wartościowe (np. akcje, obligacje, listy zastawne) i prawa majątkowe (np. nieruchomości) we wspólnym interesie uczestników funduszu. Fundusze korzystają jednak przy tym z przywilejów dostępnych wyłącznie inwestorom instytucjonalnym, zaś podstawową zasadą polityki inwestycyjnej jest wypracowywanie na rzecz uczestników możliwie wysokich zysków przy ograniczonym ryzyku poprzez dywersyfikację lokat.

## 2. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne

Schemat organizacji funduszy inwestycyjnych przedstawiony na rysunku 1 obrazuje powiązania pomiędzy podmiotami biorącymi udział w obsłudze i zarządzaniu funduszy inwestycyjnych.

Ze względu na fakt, że zarządzanie funduszem inwestycyjnym jest procesem wymagającym podjęcia wielu różnych decyzji, w obsługę funduszu zaangażowanych jest kilka podmiotów.

Rysunek 1. Schemat organizacji funduszy inwestycyjnych



Źródło: Jadwosiuk, Rożko (2010), s. 9.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych (TFI) jako organ podejmuje wszelkie działania konieczne do prawidłowego funkcjonowania funduszu, odpowiadając wobec uczestników funduszu za wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swych obowiązków w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji. Niezbędnym warunkiem prowadzenia przez Towarzystwo działalności jest uzyskanie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, posiadanie odpowiednich kapitałów oraz zasobów organizacyjnych i osobowych. Ze względu na swoją szczególną rolę w procesie zarządzania funduszami inwestycyjnymi TFI (zarządzający aktywami) podlega licznym rygorom określonym w ustawie o funduszach inwestycyjnych, których celem jest maksymalizacja ochrony uczestników funduszy (Jadwosiuk, Rożko, 2010, s. 7–8). Działające w formie spółki akcyjnej TFI jest jedynym podmiotem uprawnionym do tworzenia funduszy inwestycyjnych, zarządzania nimi oraz reprezentowania ich w stosunkach z osobami trzecimi. Fundusze zostały stworzone dla inwestorów, którzy chcą korzystać z możliwości, jakimi charakteryzuje się rynek finansowy, ale jednocześnie sami nie znają się na tym rynku lub ich budżet nie pozwala na taką skalę inwestycji (Krupa, 2008, s. 15–23).

Podstawowym zadaniem TFI jest więc zarządzanie zainwestowanymi środkami oraz osiąganie jak najwyższej stopy zwrotu. W zależności od rodzaju funduszu inwestycje dokonywane są w ryzykowne instrumenty, na przykład akcje, transakcje

terminowe, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, lub też w bezpieczne instrumenty: obligacje Skarbu Państwa, komunalne, bony skarbowe itp.

### 3. Fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) rynku nieruchomości

Fundusze inwestycyjne zamknięte to jedna ze specjalnych, a zarazem interesujących form wspólnego inwestowania. Nie są one obarczone ograniczeniami charakterystycznymi dla funduszy inwestycyjnych otwartych, dzięki czemu mają możliwość swobodnego inwestowania w różne klasy aktywów oraz instrumenty pochodne. Zamiast charakterystycznej dla funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) jednostki uczestnictwa inwestor obejmuje w tym przypadku papier wartościowy – certyfikat inwestycyjny. FIZ z uwagi na swój status prawny wykorzystywane są również do optymalizacji podatkowej.

FIZ może być utworzony wyłącznie przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych. Działalność FIZ reguluje ustawa z 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych znowelizowana 4 grudnia 2001 roku oraz ustawa o ofercie publicznej z 29 lipca 2005 roku. Wymienione akty prawne szczegółowo opisują podział FIZ oraz warunki oferowania certyfikatów inwestycyjnych. Jako że certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym, obrót tymi instrumentami finansowymi odbywa się na podobnych zasadach jak obrót obligacjami czy akcjami (ustawa z 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi) i może być przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Warto zaznaczyć, że jednostki uczestnictwa są podzielne, to jest możliwe jest nabycie ich niecałkowitej liczby za całość inwestowanych środków. Takiej możliwości nie ma, gdy środki są inwestowane w certyfikaty inwestycyjne. Oprócz tego nabycie certyfikatów inwestycyjnych może być uzależnione dodatkowo od spełnienia przez inwestorów określonych warunków. Ponadto każdy certyfikat inwestycyjny może być papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela. Jego posiadanie daje też prawo jednego głosu w zgromadzeniu inwestorów (w przypadku uprzywilejowania certyfikatów imiennych dwa głosy).

FIZ i FIO odróżniają od siebie ograniczenia w zakresie prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej. Z racji tego, że FIZ są dedykowane często jedynie dla wąskiej grupy inwestorów, nie obowiązują je tak rygorystyczne restrykcje jak FIO, mają możliwość inwestowania w szerszą gamę aktywów (np. w nieruchomości) i posiadają mniej rygorystyczne wymogi w zakresie dywersyfikacji swojego portfela inwesty-

cyjnego. Istotną informacją dla inwestora jest proces wyceny certyfikatów inwestycyjnych, który odbywa się z mniejszą częstotliwością (minimum raz na kwartał) niż jednostek uczestnictwa (raz na tydzień), co ma swoją genezę w charakterystyce inwestycyjnej w mniej płynne aktywa. Jednostki uczestnictwa FIO podlegają odkupieniu, zaś certyfikaty inwestycyjne FIZ – wykupieniu i umorzeniu. Wykupienie certyfikatów inwestycyjnych następuje w terminach i na warunkach określonych w statucie funduszu – o ile statut tak stanowi, a nabyte certyfikaty zostały w pełni opłacone (Rogała, 2006, s. 55–59). Ponadto dokładne informacje dotyczące polityki inwestycyjnej danego FIZ są określone w takich dokumentach, jak: statut funduszu oraz prospekt emisyjny, memorandum informacyjne lub warunki emisji, które zawierają informacje na temat emisji danych certyfikatów inwestycyjnych.

Mimo że przepisy prawa dopuszczają możliwość lokowania aktywów funduszy w nieruchomości już od wielu lat, do tej pory w ustawodawstwie polskim nie pojawiła się odrębna definicja funduszu nieruchomości. Klasyfikacje stosowane przez firmy analityczne także nie definiują jednoznacznie pojęcia takiego funduszu. Najczęściej fundusze nieruchomości zalicza się do grupy tak zwanych funduszy pozostałych wraz z funduszami aktywów niepublicznych.

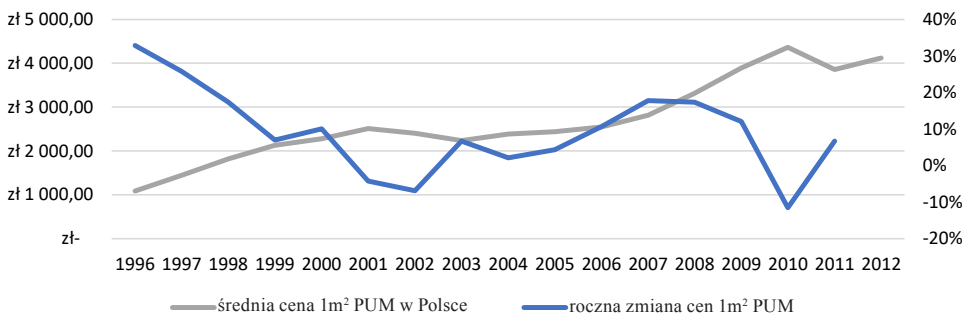
Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku określa, że jedynie fundusz inwestycyjny zamknięty może nabywać własność lub współwłasność rozumianą przez nabywanie nieruchomości gruntowych w ujęciu przepisów o gospodarce nieruchomościami, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości oraz prawo do użytkowania wieczystego. Liczbowo fundusze nieruchomości stanowiły zaledwie ułamek ogółu wszystkich zarejestrowanych funduszy inwestycyjnych (najwięcej, bo ok. 3% rynku, w 2010 r.). Jest to efektem braku specjalnych udogodnień, jakimi charakteryzują się typowe fundusze nieruchomości jak REIT (Real Estate Investment Trust), i ciągłego (od 2004 r.) oczekiwania na wprowadzenie na polski rynek tego typu funduszy rynku nieruchomości (Krawiec, 2008, s. 7–8).

#### **4. FIZ BPH Sektora Nieruchomości jako przykład niepowodzenia polskich FIZ nieruchomości**

W maju 2004 roku na kanwie nowo przyjętej ustawy o funduszach inwestycyjnych swoją działalność rozpoczął pierwszy w Polsce FIZ działający na rynku nieruchomości (Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ). Perspektywy rozwojowe prognozowane przez wielu specjalistów dla segmentu rynku nieruchomości dawały spore

szanse wysokich stóp zwrotu dla inwestorów zaangażowanych w ten projekt. Dlatego też w najbliższym czasie powstało kilka innych FIZ Rynku Nieruchomości. W dniu rozpoczęcia działalności fundusz Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ wprowadził na rynek certyfikaty inwestycyjne o wartości 339,5 mln zł, uwarunkowania inwestycyjne zaprojektowane zostały zgodnie z założeniami ustawy, która ograniczała możliwości inwestowania funduszu, był on zobligowany ulokować minimum 90% swoich aktywów w rynek nieruchomości. Na przestrzeni 8 lat zakontraktowanego funkcjonowania Funduszu oczekiwania inwestorów względem wyceny rynkowej wartości nieruchomości dawały nadzieje (nawet pomimo kryzysu ekonomicznego, który odcisnął ogromne piętno na rynku nieruchomości) na co najmniej dwucyfrowe wzrosty wartości aktywów – zgodnie z rysunkiem 2 pokazującym średni wzrost wartości 1 m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej budynków mieszkalnych.

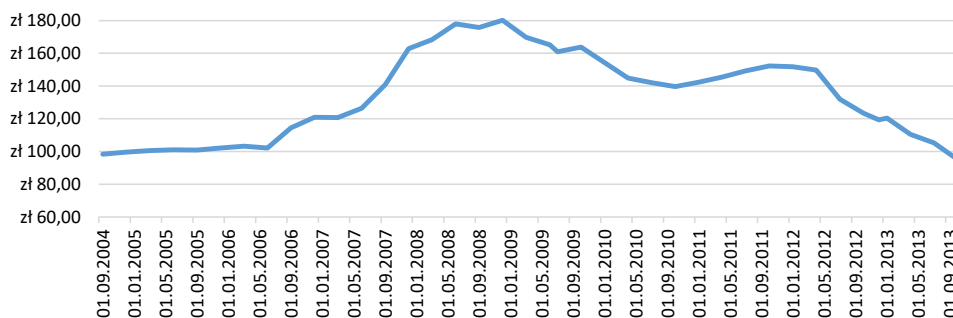
Rysunek 2. Kształtowanie się ceny 1 m<sup>2</sup> PUM w Polsce, roczna procentowa zmiana średniej ceny 1 m<sup>2</sup> PUM w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Danych Lokalnych za lata 1996–2012.

Inwestorzy oczekiwali jeszcze wyższego wzrostu, gdyż oprócz wzrostu wartości wyceny nieruchomości będących w portfelu nieruchomości te winny przynosić zyski z wynajmu. Z uwagi jednak na błędy popełnione przez zarządzających Funduszem sytuacja dotycząca wartości aktywów netto Arki Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ była zła, a sam Fundusz nie osiągnął zysku w ogóle. Sytuacja przedstawiona została na rysunku 3, gdzie widać duży wzrost wartości aktywów Funduszu oraz stabilne, łagodne przechodzenie przez kryzys w latach 2008–2010. Problemy Funduszu zaczęły się po roku 2012, gdy 8-letnia inwestycja w Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ zbliżała się do końca.

Rysunek 3. Wartość aktywów netto/certyfikat inwestycyjny  
Arki Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych historycznych cen certyfikatów inwestycyjnych z <https://www.skarbiec.biz> za lata 2004–2013.

Historia powstawania pierwszych funduszy inwestycyjnych w Polsce rozpoczęła się w roku 2004, gdy pojawiły się uwarunkowania prawne i ekonomiczne, które zezwoliły na tworzenie tych instrumentów finansowych. Fundament, na którym FIZ Rynku Nieruchomości powinny dawać inwestorom w miarę stabilne i przede wszystkim bezpieczne sposoby dywersyfikacji swojego portfela, został złamany, stąd do dziś w Polsce widoczne jest duża awersja do inwestycji w tego typu produkty. Dla porównania FIZ Rynku Nieruchomości w latach 2004–2005 przy otwarciu akumulowały kapitał na poziomie około 400 mln zł, powstające dziś fundusze akumulują blisko 80 mln zł.

Arka Fundusz Nieruchomości FIZ była pierwszym funduszem działającym w formule zaangażowania kapitału *stricte* na rynku nieruchomości, który z uwagi na szereg błędnych decyzji zakończył swoje działanie ze stratą, choć niewielką.

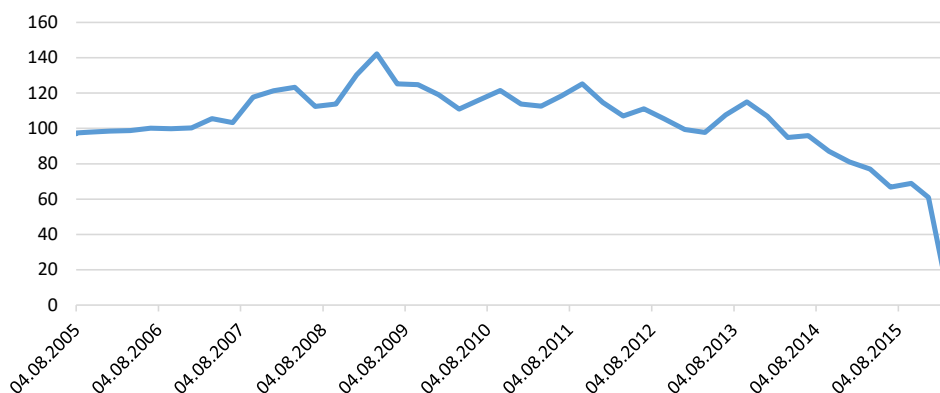
Inaczej stało się w drugim opisywanym tu szczególnym przypadku, na którym zostaną wykazane przyczyny i skutki niewłaściwego zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym zorientowanym na rynek nieruchomości – FIZ BPH Sektora Nieruchomości.

FIZ BPH Sektora Nieruchomości został powołany na początku sierpnia 2005 roku. Na kontach Funduszu zostało zgromadzone łącznie ponad 330 mln zł. Działalność funduszu zaplanowano na 8 lat – miała się ona zakończyć w 2013 roku. Termin zamknięcia mógł zostać wydłużony w zależności od decyzji zarządzających Funduszem. Zgodnie z założeniami FIZ BPH Sektora Nieruchomości miał inwestować zakumulowane środki w nieruchomości biurowe, usługowe oraz mieszkaniowe.



we – łącznie 90% aktywów Funduszu powinno mieć charakter nieruchomościowy. W związku z tak objętą strategią zarządzający Funduszem rozpoczęli proces budowania portfela.

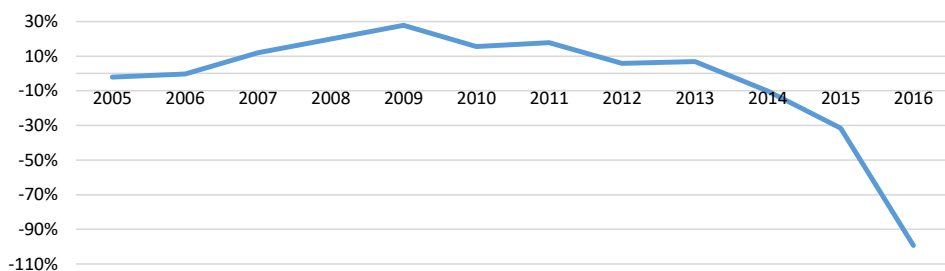
Rysunek 4. Wartość aktywów netto/certyfikat inwestycyjny  
 FIZ BPH Sektora Nieruchomości



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych historycznych cen certyfikatów inwestycyjnych z <https://www.skarbiec.biz> za lata 2004–2016.

Przedstawiony wykres wartości aktywów netto na jeden certyfikat inwestycyjny FIZ BPH Sektora Nieruchomości już na samym początku jego funkcjonowania wykazywał znamiona Funduszu o gorszych wynikach niż pozostałe z tego sektora. Wzrost wartości nieruchomości w latach 2005–2009 kształtował się na poziomie blisko 60%, Fundusz w marcu 2019 roku incydentalnie zanotował 40-procentowy wzrost wartości. Średnia stopa zwrotu nie przekraczała rok do roku 6% (w okresie funkcjonowania). FIZ Rynku Nieruchomości działające w tym samym okresie wykazywały stopy zwrotu blisko 9%.

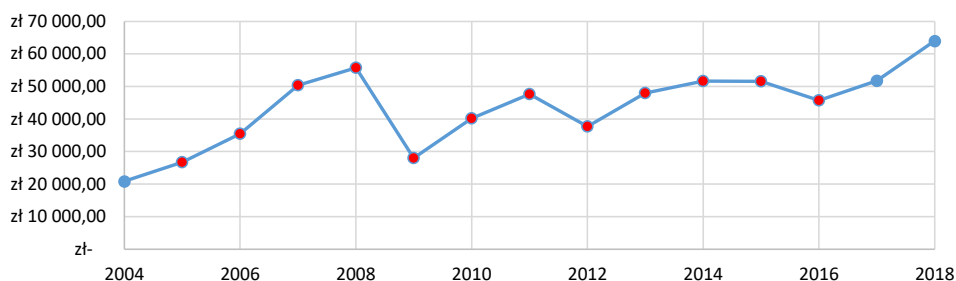
Rysunek 5. Stopa zwrotu z certyfikatu inwestycyjnego FIZ BPH Sektora Nieruchomości



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych historycznych stóp zwrotu z certyfikatów inwestycyjnych.

Pod koniec marca 2016 roku klienci FIZ BPH Sektora Nieruchomości dowiedzieli się, że certyfikaty, których cena nominalna w dniu powołania FIZ wynosiła blisko 100 zł, osiągnęły wynik finansowy na poziomie 0,64 zł, czyli wykazały spadek o 99,5% w stosunku do ceny zakupu. Istotnym faktem jest to, że w minionym okresie średnia wartość 1 m<sup>2</sup> PUM wzrosła o około 100%. Osiągnięcie tak wysokiej straty pogrążyło nie tylko sam Fundusz, ale na małym i młodym rynku, który jest bardzo wrażliwy na wszelkie dekoniektury, dało to efekt lawinowy wśród innych podobnych jednostek. Mechanizmem marketingowym oraz podstawą działania i koncepcją funkcjonowania FIZ Nieruchomości był fakt, że inwestycje w tę gałąź rynku są stabilne, bezpieczne i opierają się na krótkoterminowym zmianom gospodarczym.

Rysunek 6. Cena indeksu WIG w latach 2004–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych historycznych notowań WIG.

W porównaniu do notowań indeksu WIG na przestrzeni lat funkcjonowania FIZ BPH Rynku Nieruchomości zauważyć możemy, że pomimo perturbacji związanych z kryzysem stopa zwrotu głównego i najstarszego polskiego indeksu giełdo-

wego kształtuje się na poziomie 100%, co jest wartością zbieżną ze zmianami cen na rynku nieruchomości, a wartością diametralnie różną od prezentowanej stopy zwrotu z działalności Funduszu, co całkowicie załamuje podstawy jego funkcjonowania. W procesie zarządzania FIZ BPH Rynku Nieruchomości doszło do kumulacji błędów. Fundusz kupował nieruchomości w złym okresie, kiedy optymizm na rynku mocno się rozwijał. Ceny transakcyjne dla nowo powstałych FIZ Nieruchomości były zazwyczaj zawyżane o kilka procent. Analizując historię funkcjonowania, dużym błędem okazało się dla Funduszu inwestowanie w nieruchomości mieszkaniowe. W przypadku tej gałęzi rynku stworzona bańka spekulacyjna na wspomaganie handlu nieruchomości mieszkaniowych kredytami frankowymi pękła, przeceniając rynek mieszkań średnio o 32% (<http://businessinsider.com.pl/finanse/inwestowanie/bph-fiz-sektora-nieruchomosci-wezwanie-na-certyfikaty/x0t4190>). Fundusz korzystał też z dźwigni finansowej – lewarowania (co jest powszechną praktyką wśród funduszy – szczególnie rynku nieruchomości, ponieważ pozwala budować większy i bardziej zdywersyfikowany portfel). Wykorzystanie dźwigni finansowej może mocno (w czasie hossy) zwiększyć opłacalność inwestycji, jednak bardzo łatwo może pogрузić wyniki finansowe w przypadku niepowodzenia inwestycyjnego. Na przykład jeżeli kredyt był dwa–trzy razy większy niż wpłacony kapitał inwestorów, to strata funduszu na poziomie około 20–25% oznacza stratę dla inwestorów (po spłacie zobowiązań i opłacenia procesu windykacji) na poziomie ponad 80%.

Na fali boomu gospodarczego (2007 i 2008 r.) wywołanej przedkryzysowymi decyzjami w środowisku mocno zorientowanym na wzrosty znalazły się nieruchomości, których atrakcyjność inwestycyjna budzi duże zastrzeżenia. Przykładem jest Viking House – biurowiec usytuowany na obrzeżach warszawskiego Ursynowa. Fundusz kupił go w cenie 9 mln euro, aktualnie (10 lat po zakupie) wycena wartości rynkowej tej nieruchomości jest szacowana o połowę niżej. Nałożenie się na siebie niekorzystnych czynników zapoczątkowało niewłaściwy wybór rozpoczęcia inwestycji – Fundusz wystartował pod koniec 2005 roku, na samym szczycie cenowej bańki. Mimo to dzięki dobrej koniunkturze i popularności udało się zebrać ponad 330 mln zł. FIZ BPH Sektora Nieruchomości z wizją i perspektywami korzystał z kredytów, które finalnie pochłonęły zyski nawet z tej części portfela nieruchomościowego, która dawała wysokie zwroty. Był to również powód, dla którego procedura zamykania Funduszu została wszczęta dopiero 2 lata po planowanym terminie. Podejmując decyzję o jego przedłużeniu w 2013 roku, BPH kierował się interesem klientów – jednak znów nietrafne analizy przyszłości rynku oraz przelewarowany portfel inwestycyjny nie dawały szans uzyskanie stabilności finansowej.

## Podsumowanie

Ze względu na niekorzystne otoczenie dopiero co powstającego rynku FIZ Nieruchomości nie udało się przewidzieć wszelkich możliwych negatywnych scenariuszy. Niestety nagromadzenie negatywnych zdarzeń, jak światowy kryzys ekonomiczny, ze szczególnym uwzględnieniem spadków na rynku nieruchomości, który wystąpił niespełna 4 lata po utworzeniu pierwszych FIZ, i podejmowanie złych decyzji zarządzających funduszami spowodowały problemy z funkcjonowaniem funduszy i ich wypłacalnością. W pierwszych okresach funkcjonowania nieruchomości mające stanowić portfel aktywów zostały zakupione po zdecydowanie przeszacowanej cenie, rynek wynajmu i nieruchomości mieszkalnych (w który głównie inwestowano) zachwiał się, przez co straty zostały spotęgowane. Fundusze, aby wykazać większą sprawność, dodatkowo lewarowały swoje nierentowne inwestycje, wykorzystując do tego kredyty bankowe na finansowanie działalności przekraczające 70% wielkości portfela inwestorskiego. W związku z nagromadzeniem się złych zdarzeń ekonomicznych i niekorzystnych decyzji zarządzających FIZ Nieruchomości nie tylko nie osiągnęły zysku, ale poniosły straty. Negatywne doświadczenia mocno zniechęciły kolejnych inwestorów do lokowania swoich środków w tego rodzaju instrumenty. Piętno niepowodzeń FIZ z pierwszych okresów ich funkcjonowania na polskim rynku, pomimo tego że nowo powstające FIZ nieruchomościowe osiągają przewidywalne i dobre zyski, wprowadza barierę, która przez najbliższe lata nie zostanie najprawdopodobniej przełamana. Alternatywą dla lepszego rozwoju i połączenia rynku kapitałowego z rynkiem nieruchomości za pomocą funduszy inwestycyjnych jest stworzenie korzystnej polityki i rozwiązań zapożyczonych z funduszy typu REIT.

## Literatura

- Bryx, M., Matkowski, R. (2001). *Inwestycje w nieruchomości*. Warszawa: Poltext.  
<http://businessinsider.com.pl/finanse/inwestowanie/bph-fiz-sektora-nieruchomosci-wezwwanie-na-certyfikaty/x0t4190> (15.01.2017).  
<http://www.forbes.pl/czego-nauczyl-porazka-funduszu-bph-sektora-nieruchomosci,artykuly,204949,1,1.html> (15.01.2017).  
[https://www.pekao24.pl/\\_usercontent/\\_Informacja\\_o\\_funduszach\\_inwestycyjnych\\_P24.pdf](https://www.pekao24.pl/_usercontent/_Informacja_o_funduszach_inwestycyjnych_P24.pdf) (15.01.2017).

- Jadwosiuk, B., Rożko, K. (2010). *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*. Warszawa: KNF.
- Krawiec, W. (2008). *Realizacja Polityki Inwestycyjnej Polskich Funduszy Nieruchomości*. Wrocław: Wyd. UE we Wrocławiu.
- Krupa, D. (2008). *Zamknięte fundusze inwestycyjne*. Warszawa: CeDeWu.
- Kucharska-Stasiak, E. (1999). *Inwestowanie w nieruchomości*. Gdańsk: Valor.
- PIONRTT PPFTF S.A. Pobrane z: [http://www.pioneer.com.pl/port/arts.data\\_center](http://www.pioneer.com.pl/port/arts.data_center) (15.01.2017).
- Rogała, M.(2006). *Otwarte fundusze inwestycyjne. Zasady są proste*. Warszawa: Helios.

## CAUSES OF FAILURES CLOSED REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS IN POLAND IN YEAR 2004–2016 ON THE EXAMPLE OF BPH FIZ REAL ESTATE SECTOR

### Abstract

Closed Real Estate Investment Funds in Poland were created as a source of reliable and safe investments. Unfortunately, due to unfavorable factors having a direct impact on profits plans have failed. Created in Most Closed Real Estate Investment Funds operating in the years 2004–2016 unfortunately showed losses. The reason was bad investment decisions, wrong assumptions and wrong predictions of fund managers. Reported losses in the years 2004–2016 have a negative impact on the creation of new, better-managed and properly secured Closed Real Estate Investment Funds.

*Translated by Michał Dudka*

**Keywords:** real estate market, real estate funds, real estate financing, sources of financing, incurring a loss

**JEL Code:** R30