

GRZEGORZ BOROWSKI

PRAWNE UWARUNKOWANIA ROZWOJU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH LOKUJĄCYCH W NIERUCHOMOŚCI

WPROWADZENIE

Rynek instytucji zbiorowego inwestowania w Polsce istnieje od 1992 roku, kiedy powstało pierwsze товариство funduszy powierniczych, które przez pierwsze trzy lata swojej działalności zarządzało jednym funduszem powierniczym. Prawnym fundamentem tego segmentu rynku kapitałowego była Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹.

W pierwszych latach swego istnienia rynek instytucji zbiorowego inwestowania rozwijał się bardzo wolno. Przyspieszenie rozwoju tych instytucji wiązać można z uchwaleniem nowej Ustawy² oraz z gwałtowną hossą na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W latach 1997 - 2000 zakładano kilka товариств funduszy inwestycyjnych rocznie, co spowodowało, że w chwili obecnej istnieje w Polsce 19 товариств zarządzających ok. 120 funduszami inwestycyjnymi.

Ustawa z 1997 roku zasadniczo zmieniła uregulowania dotyczące instytucji wspólnego inwestowania w Polsce oraz w sposób znaczący je uszczegółowiła. Mimo niewątpliwej przydatności dla praktyki obrotu gospodarczego, porzuciła krytykowaną w doktrynie i obcą polskiej kulturze prawnej³ konstrukcję funduszu powierniczego opartego na anglosaskiej koncepcji własności powierniczej⁴, rozróżniającej pomiędzy nominalnym (*nominee owner*), a rzeczywistym właścicielem (*beneficial owner*)⁵ składników majątku funduszu. Z punktu widzenia instytucji powiernictwa, fundusz stawał się niejako częścią majątku товариства, które jednak nie mogło swobodnie dysponować masą majątkową stanowiącą fundusz. Przyjęcie koncepcji powiernictwa powodowało, że dysponowanie środkami stanowiącymi fundusz doznawało szeregu ograniczeń nieznanymi polskiemu prawu własności.

¹ Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (t.j. Dz. U. 1994, Nr 58, poz. 239 z późn. zm.).

² Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (t.j. Dz. U. 2002, Nr 49, poz. 448).

³ Odmienne: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, CH Beck, Warszawa 1999, s. 63.

⁴ Patrz: A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 24.

⁵ Co do tego pojęcia – interesująca propozycja jego zdefiniowania na gruncie prawa podatkowego znajduje się w art. 2 projektu Dyrektywy o zapewnieniu efektywnego opodatkowania dochodów z oszczędności (*Proposal for a Council Directive to ensure effective taxation of savings income in the form of interest payments within the Community COM(2001) 400 of 18 July 2001, OJ C 2001*).

Stąd też na gruncie ustawy z 1991 roku podzielone były poglądy zarówno co do własności środków funduszu, jak i – w konsekwencji – charakteru stosunków łączących towarzystwo z uczestnikami. Część przedstawicieli doktryny uważała, że fundusz powierniczy stanowi współwłasność jego uczestników⁶. Inni skłaniali się do twierdzenia, że właścicielem aktywów funduszu jest towarzystwo⁷.

Niejasności te wynikały z faktu, że polski system prawny przewiduje czynności powiernicze jedynie w niewielkim zakresie w prawie zobowiązań (np. ukształtowane pod wpływem orzecznictwa⁸ przewłaszczenie na zabezpieczenie)⁹. Przyjęty model – oprócz wątpliwości teoretyków – powodował określone konsekwencje praktyczne. Przede wszystkim zapewniał relatywnie słabą ochronę uczestników funduszu, choćby przez brak wyraźnego rozdziału majątku towarzystwa od majątku funduszu oraz brak zakazu prowadzenia egzekucji zobowiązań towarzystwa z majątku funduszu – *expressis verbis* zakaz taki sformułowany jest np. w ustawie niemieckiej¹⁰.

Nowa regulacja miała spełnić trzy podstawowe cele. Po pierwsze, w związku z brzmieniem art. 68 i 69 Układu Stowarzyszeniowego¹¹ miała dostosować rozwiązania prawne do obowiązującego prawa europejskiego – w szczególności do dyrektywy dotyczącej instytucji zbiorowego inwestowania (dalej: Dyrektywa UCITS)¹². Po drugie, w związku z uchwaleniem Konstytucji RP przebudowie musiał ulec sposób wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym – zgodnie z brzmieniem art. 87 § 1 w zw. z art. 92 § 1 Konstytucji przewidującym zamknięty katalog źródeł prawa i niewymieniającym Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych jako podmiotu uprawnionego do wydawania rozporządzeń¹³. I po trzecie, zawarcie nowej regulacji w odrębnej ustawie miało z jednej strony podkreślić samodzielność i odrębność rynku funduszy inwestycyjnych, z drugiej zaś sprzyjać jego rozwojowi.

1. DEFINICJA FUNDUSZY LOKUJĄCYCH W NIERUCHOMOŚCI

W państwach o rozwiniętym rynku kapitałowym przyjmuje się, że decydującym kryterium pozwalającym na zakwalifikowanie danej instytucji wspólnego inwestowania do kategorii lokujących w nieruchomości jest ulokowanie bezpośrednio lub pośrednio w nieruchomościach co najmniej 80%

⁶ A. Chłopecki, *Fundusze powiernicze*, „Przegląd Podatkowy” 1992, nr 4.

⁷ Szerzej: A. Chłopecki, *Współwłasność czy powiernictwo?*, „Przegląd Podatkowy” 1993, nr 3, s. 21 oraz G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Zakamycze, Kraków 1998, s. 23 i n.

⁸ Uchwała całej Izby Cywilnej SN z 10.05.1948 (opubl. OSN 1948, poz. 58).

⁹ Szerzej: J. Trzepiński, *Czynności powiernicze*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 2, s. 27.

¹⁰ § 10 ust. 2 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) z 19 kwietnia 1957 (t.j. 09.09.1998, BGB I. 1, s. 2726).

¹¹ Układ Europejski ustanawiający stowarzyszenie pomiędzy Rzeczpospolitą Polską a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi, Bruksela 1991.12.16 (t.j. Dz. U. 1994, Nr 11, poz. 38, załącznik).

¹² Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (OJ L 375, 31.12.1985, p. 3).

¹³ Szerzej: A. Kozaczewska, *Charakter prawny uchwał Komisji Papierów Wartościowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 4, s. 6 oraz A. Kozaczewska, *Kompetencje KPW wykraczające poza zakres prawa administracyjnego w świetle zasad konstytucyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 7 - 8, s. 30.

aktywów¹⁴. Za inwestowanie *sensu stricto* w nieruchomości przyjmować należy sytuację, gdy fundusz nabywa prawa własności nieruchomości, za lokowanie *sensu largo* zaś inwestycje – po pierwsze – w papiery wartościowe związane z zabezpieczeniem prawami na nieruchomościach bądź – po drugiej – emitowane przez podmioty powiązane z sektorem nieruchomości¹⁵.

Do pierwszej kategorii zaliczyć należy listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne na podstawie art. 12 pkt. 4 Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych¹⁶ oraz obligacje zabezpieczone hipotecznie emitowane na podstawie art. 5 ust. 1 pkt. 9 Ustawy o obligacjach¹⁷. Wydaje się, że – choć jest to dyskusyjne¹⁸ – z uwagi na odmienny charakter od listów zastawnych, w szczególności zabezpieczenie na wierzytelnościach kwalifikowanych podmiotów, takiego charakteru nie mają publiczne listy zastawne.

Do drugiej kategorii papierów wartościowych należy zaliczyć papiery udziałowe emitowane przez przedsiębiorstwa związane z sektorem nieruchomości, np. akcje developerów czy podmiotów, których przedmiotem działalności jest zarządzanie nieruchomościami. Kryterium decydującym o zaliczeniu danego podmiotu do „sektora nieruchomości” wydaje się być osiąganie ponad połowy przychodów z tego sektora oraz ekonomiczna zależność od koniunktury w tym sektorze¹⁹.

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie otoczenia prawnego tego typu przedsięwzięć w prawie europejskim oraz na rynkach rozwiniętych, a nadto wskazanie możliwości i ograniczeń prawnych związanych z rozwojem w Polsce rynku funduszy inwestycyjnych lokujących – zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio – w nieruchomości.

2. REGULACJE DOTYCZĄCE RYNKU INSTYTUCJI ZBIOROWEGO INWESTOWANIA W NIERUCHOMOŚCI NA RYNKACH ROZWIŃIĘTYCH

W preambule Dyrektywy UCITS roku wspomniano, że jej zakres normowania jest ograniczony jedynie do instytucji zbiorowego inwestowania typu *open-end* dokonujących lokat w papiery wartościowe, a inne instytucje zbiorowego inwestowania, w tym zwłaszcza instytucje typu zamknięte-

¹⁴ Kryterium przyjęte np. przez Investment Management Association (IMA) oraz Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs- Gesellschaften e.V. (BVI) – organizacje skupiające (odpowiednio) angielskie i niemieckie instytucje zbiorowego inwestowania. Por. także definicję amerykańskiego *Real Estate Investment Trust* zawartą w *Real Estate Investment Act 1960* oraz wprowadzony na mocy *Rule 35d – 1* wydanej na podstawie *The Investment Company Act 1940* zakaz wprowadzającego w błąd oznaczenia tj. zgodnie z cytowanym powyżej zapisem, by instytucja zbiorowego inwestowania mogła w USA posługiwać się nazwą sugerującą inwestowanie w nieruchomości, jej polityka inwestycyjna musi nakazywać lokowanie nie mniej niż 80% aktywów w nieruchomości.

¹⁵ Szerzej o instrumentach finansowych rynku nieruchomości: W. Planeta, *Wybrane instrumenty finansowe rynku nieruchomości*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 7, s. 37.

¹⁶ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. Nr 140, poz. 940 z późn. zm.).

¹⁷ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach (tj. Dz. U. 2001, Nr 120, poz. 1300).

¹⁸ M. Michalski, *Listy zastawne jako typ normatywny papierów wartościowych*, cz. II, „Prawo Bankowe” 2000, nr 2, s. 35.

¹⁹ Por. pojęcie „rynku nieruchomości” zawarte w: *Rynek nieruchomości w Polsce*, praca zbiorowa pod red. L. Kałkowskiego, Wyd. Twigger, Warszawa 2001, s. 20.

go, podlegać będą koordynacji na dalszym etapie. Ostatnia, a zarazem pierwsza poważna od momentu jej wejścia w życie, nowelizacja Dyrektywy UCITS ze stycznia 2002 roku²⁰ znacząco rozszerzyła krąg instytucji zbiorowego inwestowania, które po spełnieniu warunków w niej określonych cieszyć się mogą przywilejem jednolitego paneuropejskiego zezwolenia na działalność.

Zakres normowania Dyrektywy został wskazany nowelizacją rozszerzony zarówno pod względem podmiotowym, jak i przedmiotowym. Objęte nowelizowaną Dyrektywą zostały między innymi instytucje zbiorowego inwestowania lokujące aktywa w instrumenty rynku pieniężnego, fundusze, których portfel odzwierciedla skład wybranego indeksu giełdowego (*index tracking funds*) oraz tzw. *funds of funds*, czyli instytucje zbiorowego inwestowania, które lokują swe aktywa wyłącznie w tytuły uczestnictwa innych instytucji zbiorowego inwestowania.

Mimo gruntownej nowelizacji Dyrektywy UCITS, dotyczy ona nadal wyłącznie instytucji zbiorowego inwestowania typu otwartego lokujących w przenaszalne papiery wartościowe. Nowelizacja nie włączyła w zakres normowania Dyrektywy UCITS instytucji dokonujących bezpośrednich inwestycji na rynku nieruchomości oraz instytucji typu zamkniętego, pozostawiając unormowanie możliwości, zakresu oraz sposobu działania takich instytucji wyłącznie prawu wewnętrznemu państw członkowskich.

Niemcy

Działalność instytucji zbiorowego inwestowania, w tym lokujących w nieruchomości regulowana jest przez Ustawę z 1957 roku o spółkach lokat kapitałowych²¹, która przewiduje dwa zasadnicze typy instytucji zbiorowego inwestowania: typ kontraktowy (wydzielona masa majątkowa zarządzana przez spółkę lokat kapitałowych zwana *Sondervermögen*) oraz typ statutowy (inwestycyjna spółka akcyjna). Typ kontraktowy charakteryzuje się tym, że inwestora ze spółką lokat kapitałowych łączy stosunek zobowiązaniowy, którego podstawą jest powierzenie środków inwestora spółce do zarządzania w zamian za jednostki uczestnictwa, które inkorporują prawa inwestora do części masy majątkowej stanowiącej fundusz. W przypadku inwestycyjnych spółek akcyjnych poprzez nabycie emitowanych przez spółkę akcji, będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, inwestor staje się akcjonariuszem spółki.

Ustawa reguluje instytucje zbiorowego inwestowania typu otwartego, które mogą przyjmować jedną z czterech dopuszczalnych strategii inwestycyjnych między innymi inwestycje w nieruchomości oraz jedną z dwóch dopuszczalnych form: funduszu otwartego (*Offene Immobilienfond*) albo specjalistycznego funduszu otwartego (*Specialfond*)²².

²⁰ Directive 2001/107/EEC oraz Directive 2001/108/EEC (OJ L 41 13.02.2002, s. 20 i s. 35).

²¹ Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) z 19 kwietnia 1957 roku (t.j. 09.09.1998, BGB I. I, s. 2726).

²² Szerzej o niemieckim rynku funduszy inwestycyjnych: B. Falińska, *Niemieckie fundusze inwestycyjne*, „Prawo Bankowe” 2002, nr 3, s. 75.

Oba wyżej wymienione rodzaje funduszy są zakładane i zarządzane przez spółkę lokat kapitałowych, działającą w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) albo spółki akcyjnej (*Aktiengesellschaft*), wydającą uczestnikom jednostki uczestnictwa i podlegającą regulacjom Ustawy o instytucjach kredytowych²³, a zasadnicze różnice pomiędzy obiema typami funduszy otwartych sprowadzają się do ograniczenia liczby uczestników funduszu specjalistycznego do 10 osób prawnych (choć może on być własnością jednego podmiotu) i konsekwencji ilościowego ograniczenia liczby uczestników, do których należą: możliwość wchodzenia uczestników funduszu specjalistycznego do zarządu spółki powodująca między innymi możliwość wpływu na prowadzoną politykę inwestycyjną, ograniczenie zbywalności jednostek uczestnictwa (wyłącznie za zgodą spółki zarządzającej) oraz mniej restrykcyjne ograniczenia inwestycyjne.

Offene Immobilienfond może inwestować zarówno w nieruchomości komercyjne, jak i nieruchomości mieszkalne oraz – pod pewnymi warunkami – w nieruchomości gruntowe (§ 27 KAGG). Ograniczenia co do możliwości lokowania w grunty (zwłaszcza niezabudowane) wynikają z ukształtowania funduszu jako funduszu osiągającego dochody z najmu i wzrostu rynkowej wartości posiadanych nieruchomości, a nie ze spekulacyjnego obrotu nimi.

W ciągu czterech lat od rozpoczęcia działalności jego portfel inwestycyjny winien być odpowiednio zdywersyfikowany, tj. w jego skład winno wchodzić co najmniej 10 nieruchomości, z których każda winna stanowić nie więcej niż 15% wartości aktywów funduszu, z tym, że nieruchomości, których wartość przekracza 10% aktywów funduszu, nie mogą stanowić więcej niż 50% aktywów funduszu (§ 28 KAGG). Celem tak długiego okresu przeznaczonego na budowę portfela funduszu jest zapewnienie, by powodem dokonywanych inwestycji był wyłącznie rachunek ekonomiczny.

Dla zapewnienia odpowiedniej płynności fundusz może zaciągać pożyczki i kredyty do wysokości 50% aktywów netto funduszu oraz zobowiązany jest utrzymywać w bankach lub charakteryzujących się bezpieczeństwem i wysoką płynnością papierach wartościowych nie mniej niż 5% aktywów (§ 35 KAGG).

Poza wymienionymi powyżej funduszami typu otwartego istnieją w Niemczech także przedsięwzięcia typu zamkniętego (*Geschlossene Immobilienfonds*), których celem jest dokonywanie lokat na rynku nieruchomości, działające w formie spółek, głównie prawa cywilnego oraz komandytowych²⁴. Pierwotnie służyły one zbieraniu przez podmioty profesjonalnie działające na rynku nieruchomości środków pieniężnych, które miały służyć realizacji celów inwestycyjnych, obecnie przeznaczone są także do szerszego grona inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych (np. towarzystwa ubezpieczeniowe czy fundusze emerytalne).

Całość nadzoru nad instytucjami zbiorowego inwestowania sprawuje istniejąca od 1 maja 2002 r. Federalny Urząd Nadzoru nad Działalnością

²³ Gesetz über das Kreditwesen (KredWG) z 10 lipca 1961 roku (t.j. z 09.09.1998, BGB I. I, s. 2776).

²⁴ W. Planeta, *Zarobić na nieruchomościach*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 184, s. 16.

Instytucji Finansowych (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – dalej: BAFin)²⁵, który skupia nadzór bankowy, ubezpieczeniowy oraz nadzór nad instytucjami działającymi na rynku kapitałowym (dotąd wykonywany przez Federalny Urząd Nadzoru nad Obrotem Papierami Wartościowymi – *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*).

W przypadku instytucji wspólnego lokowania typu otwartego z siedzibą poza granicami Niemiec, bez względu na ich formę prawną, podlegają one autoryzacji przez BAFin, jeżeli ich portfel inwestycyjny składa się z papierów wartościowych, depozytów, wierzytelności pieniężnych lub praw własności nieruchomości i jeżeli działają na zasadzie ograniczania ryzyka (*risk spreading*). Należy podkreślić, że niemieckie prawo²⁶ różnicuje możliwość dopuszczenia instytucji zbiorowego inwestowania w zależności od tego, czy spełniają one kryteria wskazane w Dyrektywie UCITS czy nie (uproszczony tryb przewidziany w § 15c AusInvestmG). Jako, że jak wskazano powyżej, cytowana Dyrektywa nie obejmuje swoim zakresem instytucji zbiorowego inwestowania innych niż mające charakter otwarty oraz lokujące w papiery wartościowe, do dopuszczalności sprzedaży jednostek uczestnictwa należy stosować zapisy § 7 AusInvestmG, który nakazuje by instytucja ubiegająca się o prawo autoryzacji na terytorium Niemiec zapewniła między innymi pełną zbywalność tytułów uczestnictwa, przestrzeganie zakazu inwestowania w tytuły uczestnictwa emitowane przez inne instytucje zbiorowego inwestowania, brak obciążeń dotyczących zarządzanych aktywów oraz depozytariusza spełniającego wymagania analogiczne do stawianych podmiotom przechowującym aktywa niemieckich instytucji zbiorowego inwestowania.

W przypadku instytucji zbiorowego inwestowania typu zamkniętego (np. francuskich *SCPI*), których przedmiotem lokat są nieruchomości, zastosowanie – podobnie jak w przypadku spółek, których zamiarem jest notowanie akcji na rynku regulowanym na terytorium Niemiec – mają regulacje AusInvestmG odnoszące się do dopuszczenia zagranicznych papierów wartościowych do notowań na rynku regulowanym położonym na terytorium Niemiec.

Francja

Ramy prawne działania instytucji zbiorowego inwestowania na rynku francuskim są określone przez Ustawę z 1988 roku o instytucjach zbiorowego inwestowania w przenaszalne papiery wartościowe²⁷. Francuskie instytucje zbiorowego lokowania w nieruchomości ustawowo²⁸ zostały ukształtowane jako spółki inwestycyjne (*sociétés civiles de placement immobilier* – *SCPI*) które mogą być tworzone w jednej z dwóch form: jako spółki

²⁵ Utworzony na mocy Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG) z 22.04.2002 (BGB I. I, s. 1310).

²⁶ Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (AusInvestmG) z 28.06.1969 (t.j. 09.09.1998, BGB I. I, s. 2820).

²⁷ Loi n° 86 – 1201 du 23 décembre 1988 aux organismes de placement collectif en valeurs mobilière et portant création des fonds communes de créances.

²⁸ Loi n° 93 – 6 du 4 janvier 1993 relative aux sociétés civiles de placement immobilier, aux sociétés de crédit foncier et aux fonds communes de créances.

o zmiennym kapitale (*SCPI à capital variable*) bądź jako spółki o określonym w chwili założenia kapitale zakładowym (*SCPI à capital fixe*).

Uczestnictwo w wyżej wymienionych instytucjach zbiorowego inwestowania nabywa się z chwilą nabycia emitowanych przez nie tytułów uczestnictwa będących papierami wartościowymi, które mogą (choć brak takiego obowiązku) być notowane na rynku regulowanym.

Spółki o stałym kapitale inwestujące w nieruchomości – odmiennie niż dwa pozostałe typy francuskich instytucji zbiorowego inwestowania, czyli spółek inwestycyjnych o zmiennym kapitale (*société d'investissement à capital variable – SICAV*) oraz funduszy nieposiadających osobowości prawnej (*fonds communs de placement – FCP*) zarządzanych i reprezentowanych przez spółkę zarządzającą – nie dokonują odkupienia emitowanych przez siebie papierów wartościowych na każde żądanie ich posiadacza.

Nadzór nad oboma typami spółek sprawuje utworzona na mocy rozporządzenia z 1967 roku²⁹ Komisja Papierów Wartościowych (*Commission des opérations de bourse*).

3. OBECNY STAN UREGULOWAŃ PRAWNYCH DOTYCZĄCYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

Na rynkach rozwiniętych istnieje dwojakiego rodzaju reżim dotyczący zbierających publicznie środki instytucji lokujących w nieruchomości. Po pierwsze, instytucje takie tworzone są jako instytucje zamknięte o ograniczonej liczbie tytułów uczestnictwa i *quasi*-korporacyjnym charakterze (np. niemieckie *Specialfonds*), po drugie, jako instytucje typu otwartego, w założeniu służące do gromadzenia środków pieniężnych pochodzących od mniejszych inwestorów (francuskie *SCPI* czy amerykańskie *REIT*'s).

O ile w obecnym stanie prawnym możliwe jest tworzenie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, których przedmiotem lokat są nieruchomości, o tyle brak dotąd regulacji pozwalającej na powstawanie funduszy otwartych, specjalizujących się w tej kategorii lokat.

Obecnie obowiązująca Ustawa o funduszach inwestycyjnych³⁰ w Rozdziale 7a dodanym na mocy jej nowelizacji z dnia 16 listopada 2000 roku³¹ normuje sposób tworzenia i funkcjonowania specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych (sfiz). Analiza uregulowań dotyczących sfiz pozwala stwierdzić, że w zamierzeniu ustawodawcy specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte mają być instytucjami zbiorowego lokowania charakteryzującymi się wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Wniosek ten wpływa z następujących przesłanek.

Po pierwsze, Ustawa nie nakłada obowiązku wprowadzenia certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez sfiz do publicznego obrotu (art. 102b

²⁹ Ordonnance n° 67 – 833 du 28 septembre 1967. Ordonnance instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse.

³⁰ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (t.j. Dz. U. 2002, Nr 49, poz. 448).

³¹ Ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 114, poz. 1192).

Ustawy), co w połączeniu z możliwością zamieszczenia w Statucie sfiz zapisów ograniczających zbywalność certyfikatów (art. 102c ust. 4 Ustawy), poprzez uzależnienie możliwości zbycia lub zastawienia certyfikatów od zgody zgromadzenia inwestorów funduszu, powoduje wydatne zmniejszenie zbywalności tych instrumentów finansowych.

Po drugie, Ustawa przewiduje szeroki wachlarz dopuszczalnych dla sfiz lokat:

- papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie, które nie mogą łącznie stanowić więcej niż 20% aktywów funduszu. Ograniczenie to nie dotyczy papierów wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczypospolita Polska lub co najmniej jedno z państw należących do OECD,
- waluta obca jednego państwa nie może stanowić więcej niż 20% aktywów funduszu – takie samo ograniczenie przewidziano dla EURO,
- sfiz mogą lokować w prawo własności nieruchomości gruntowych w rozumieniu ustawy o gospodarce nieruchomościami oraz udziały we współwłasności nieruchomości, o których mowa powyżej. Jeżeli sfiz dokonuje tego typu lokat, do pozostałej części portfela funduszu stosuje się ograniczenia inwestycyjne przewidziane dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych (art. 102 u ust. 4 Ustawy).

Po trzecie, sfiz może zaciągać, wyłącznie w bankach, pożyczki i kredyty o łącznej wysokości nieprzekraczającej 75% wartości aktywów netto funduszu w chwili ich zaciągnięcia (art. 102n ust. 5 Ustawy).

Biorąc pod uwagę powyższe regulacje, należy stwierdzić, że sfiz ukierunkowane na inwestycje w nieruchomości są produktem finansowym przeznaczonym raczej dla dużych inwestorów lokujących swoje środki długoterminowo. Ich przeznaczeniem gospodarczym wydaje się być finansowanie przerastających możliwości pojedynczego inwestora przedsięwzięć zakupu nieruchomości celem czerpania z nich pożytków bądź przedsięwzięć o charakterze developerskim. Sama Ustawa nie pozwala na jednoznaczne rozstrzygnięcie powyższych wątpliwości stanowiąc, że wartość poszczególnych lokat w nieruchomości lub udziały w nieruchomości w chwili ich nabycia nie może przekraczać 10% aktywów funduszu.

Argumentem na poparcie tezy o przeznaczeniu sfiz dla niewielkiej liczby dużych inwestorów jest ponadto podkreślenie istniejącego niejako na drugim planie we wszystkich rodzajach funduszy inwestycyjnych, z wyjątkiem otwartych, ich substratu osobowego poprzez dopuszczenie zawarcia w statucie funduszu ograniczeń zbywalności certyfikatów inwestycyjnych (art. 102d ust. 4 Ustawy) oraz możliwość zawarcia w statucie funduszu zapisu uzależniającego ważność decyzji inwestycyjnej, której wartość przekracza 15% aktywów funduszu, od uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów (art. 102s ust.3 Ustawy). Takie ukształtowanie sfiz w połączeniu z niewielką – nawet na rynkach rozwiniętych³² – płynnością tytułów ucze-

³² Raport 2000 Commission des Opérations de Bourse o SCPI (Sociétés civiles de placement immobilier) stwierdzający, że w całym 2000 roku właściciela zmieniło nieco ponad 2% ogólnej liczby wyemitowanych przez SCPI papierów wartościowych.

stnictwa instytucji typu *closed-end* powoduje nieprzydatność konstrukcji sfiz do lokowania w nieruchomości środków zebranych publicznie od dużej liczby podmiotów dysponujących stosunkowo niewielkimi kwotami.

Wskazanim wyżej inwestorom sprzyjają fundusze typu otwartego, których immanentną cechą jest obowiązek zbycia i odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa na żądanie uczestnika funduszu (art. 60 Ustawy), co oznacza, że fundusze typu otwartego charakteryzują się zmienną w czasie liczbą tytułów uczestnictwa³³. W żaden sposób nie neguje istnienia tej cechy ustawowe upoważnienie do zawarcia w statucie funduszu zapisu o zawieszeniu zbywania jednostek uczestnictwa w razie przekroczenia określonej wartości aktywów (art. 62 ust. 2 Ustawy), ani też możliwość zawieszenia na określony czas odkupywania jednostek uczestnictwa funduszu (art. 67 ust. 4 i 5 Ustawy).

W aktualnym stanie prawnym fundusze otwarte nie mogą bezpośrednio lokować w nieruchomości. Wydaje się jednak, że nawet na gruncie obecnie obowiązującej Ustawy istnieje możliwość stworzenia funduszu inwestycyjnego otwartego specjalizującego się w pośrednich lokatach w nieruchomości, tj. w listy zastawne oraz papiery wartościowe emitowane przez spółki działające w sektorze nieruchomości. Powyższe wynika z dopuszczalności lokowania:

- do 25% aktywów funduszu w listy zastawne wyemitowane przez jeden bank hipoteczny i ograniczeniu sumy lokat w tego typu papiery wartościowe do 80% aktywów funduszu (art. 71a Ustawy),
- pozostałej części aktywów wyłącznie w:
 - a) dłużne papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie (obligacje hipoteczne),
 - b) w papiery wartościowe emitowane przez spółki działające w sektorze nieruchomości, z zachowaniem limitów określonych w art. 71 Ustawy (nie więcej niż 5% wartości aktywów w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot oraz w wierzytelności wobec tego podmiotu, z zastrzeżeniem wyjątku określonego w ust. 2).

Ponadto, warto zwrócić uwagę, że Ustawa – odmiennie niż np. prawo niemieckie³⁴ – nie dopuszcza możliwości lokowania przez polskie fundusze otwarte części swoich aktywów w instytucjach wspólnego inwestowania specjalizujących się w lokatach w nieruchomości, a mających siedzibę poza granicami Polski, bowiem niemożliwe jest zachowanie ustawowego warunku (art. 73 ust. 2 Ustawy), by instytucje te stosowały co najmniej takie ograniczenia inwestycyjne, jak określone w Ustawie dla funduszy inwestycyjnych otwartych. Brak natomiast przeszkód, by fundusz otwarty lokował swoje aktywa w tytuły uczestnictwa instytucji zbiorowego lokowania w nieruchomości z siedzibą poza granicami Polski, o ile kumulatywnie spełnione będą dwie przesłanki: według prawa miejsca ich siedziby są one

³³ M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 8, s. 14.

³⁴ Np. liczne na rynku niemieckim fundusze otwarte lokujące aktywa wyłącznie w tytuły uczestnictwa amerykańskich REIT's (Real Estate Investment Trusts).

papierami wartościowymi oraz są dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym (art. 82 w związku z art. 70 ust. 1 pkt. 1 Ustawy).

Wydaje się, że w przyszłości możliwa też będzie i inna konstrukcja. W związku z nowelizacją Dyrektywy UCITS³⁵, która umożliwiła państwom członkowskim rozszerzenie spółkom zarządzającym zakresu możliwej działalności i dopuściła np. zarządzanie portfelami podmiotów (*management under mandate*) i nieuniknioną implementacją tej noweli na grunt polskiej Ustawy, w przyszłości będą mogły powstawać instytucje zbiorowego lokowania w nieruchomości typu zamkniętego, które skierowane będą do ograniczonej liczby wybranych klientów (także instytucjonalnych np. pracowniczych towarzystw emerytalnych lub otwartych funduszy emerytalnych). Działacze one będą w formie spółek prawa handlowego, a zarządzanie portfelem ich inwestycji będzie mogło być zlecone towarzystwu funduszy inwestycyjnych. *De lege lata*, z uwagi na wyraźny zapis sformułowany w art. 34 ust. 1 Ustawy dotyczący zakazu podejmowania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych jakiegokolwiek innej działalności poza tworzeniem i zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi oraz zarządzaniem zbiorczym portfelem papierów wartościowych³⁶, nie jest możliwe powołanie z inspiracji towarzystwa spółki prawa handlowego, której akcjonariuszami byłyby podmioty zainteresowane długoterminowym lokowaniem aktywów w nieruchomości, a której aktywami zarządzałoby towarzystwo.

Wychodząc naprzeciw potrzebom prawnego uregulowania instytucji zbiorowego inwestowania w nieruchomości, w połowie 2001 roku Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową wraz z senacką Komisją Gospodarki Narodowej podjął prace nad przygotowaniem projektu ustawy o otwartych funduszach nieruchomości³⁷. Niestety, do dzisiaj projekt ten nie wpłynął do Sejmu.

Można postawić pytanie, w jaki sposób winny być ukształtowane otwarte fundusze nieruchomości. Na wstępie – z uwagi na dużą zbieżność – należy opowiedzieć się za wprowadzeniem regulacji dotyczącej otwartych funduszy nieruchomości do Ustawy o funduszach inwestycyjnych i ukształtowaniem ich na wzór otwartych funduszy inwestycyjnych. Fundusze takie winny posiadać osobowość prawną³⁸ i być zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Istnieją trzy zasadnicze argumenty za nadaniem funduszom typu otwartego lokującym w nieruchomości osobowości prawnej:

- odrębna od towarzystwa osobowość prawną zabezpieczałaby uczestników funduszu przed możliwością zaspokojenia się wierzycieli towarzystwa z majątku należącego do funduszu,

³⁵ Art. 5 ust. 3 Dyrektywy UCITS znowelizowanej art. 1 ust. 3 Dyrektywy 2001/107/EC (OJ L 41, 13.02.2002, s. 20).

³⁶ Przeciwno rozszerzeniu przedmiotu działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych: P. Pilarczyk, *Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako spółka akcyjna*, Zakamycze, Kraków 1999, s. 60 i n.

³⁷ Za: „Dziennik Senatu RP” nr 73/2001.

³⁸ Odmienne: P. Blicharz, *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 3, s. 10 oraz A. Powierża, *Fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne jako osoby prawne*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 5, s. 31 oraz cytowana tam literatura.

- zarządzanie przez to samo towarzystwo zarówno funduszami posiadającymi osobowość prawną jak i takimi, którym ustawodawca nie nadał takiego przymiotu, stwarzałyby dodatkowe ryzyko inwestycyjne dla uczestników funduszy inwestycyjnych,
- za przyjęciem powyższego rozwiązania przemawiają względy praktyczne – w obecnym stanie prawnym nie jest możliwe przypisanie własności nieruchomości masie majątkowej (funduszowi) i właścicielem nieruchomości byłoby towarzystwo³⁹.

Kluczowymi kwestiami pozostającymi do uregulowania w drodze ustawowej jest określenie ograniczeń inwestycyjnych dotyczących kategorii nieruchomości mogących być przedmiotem lokat, kategorii praw związanych z nieruchomością, w jakie fundusz może lokować oraz zasad dywersyfikacji portfela inwestycyjnego funduszu. Wydaje się również, że znowelizowana Ustawa winna określać podstawowe prawa i obowiązki uczestników funduszu poprzez odesłanie do odpowiednich regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych otwartych.

Kwestie dotyczące zasad wyceny aktywów określone są w rozporządzeniu⁴⁰ wydanym na podstawie art. 81 ust. 2 pkt. 1 Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (Dz. U. Nr 121, poz. 591 z późn. zm.), którego § 28 ust. 1 pkt 1 odsyła do zasad wyceny nieruchomości określonych w Dziale IV Ustawy o gospodarce nieruchomościami⁴¹. Szczegółowy tryb i zasady powoływania zespołu rzeczoznawców majątkowych do wykonywania wyżej wymienionej wyceny winien być określony w Statucie funduszu (podobnie art. 102y Ustawy w odniesieniu do sfiz).

PODSUMOWANIE

Reasumując, wydaje się, że w obecnych warunkach nie można liczyć na szybkie powstanie i dynamiczny rozwój funduszy lokujących w nieruchomości w Polsce i wbrew pozorom nie jest to rezultat jedynie braku odpowiednich uregulowań prawnych. Na taki stan rzeczy składają się, oprócz ograniczonego instrumentarium prawnego, praktyczne trudności w dokonywaniu obrotu nieruchomościami oraz nieuregulowany stan prawny znacznej liczby nieruchomości.

Ponadto, barierą rozwoju takich instytucji będzie stosunkowo duża minimalna wartość aktywów funduszu (min. 0,5 mld zł, przy założeniu pojedynczej inwestycji na poziomie 30 - 40 mln zł), która jest konieczna z uwagi na wymóg zachowania odpowiedniej dywersyfikacji lokat (celem obniżenia ryzyka inwestycyjnego). Jedynemu jak dotąd sfiz, którego zamia-

³⁹ Por. § 41 ust. 1 Rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 17 września 2001 roku w sprawie prowadzenia ksiąg wieczystych i zbiorów dokumentów (Dz. U. Nr 102, poz. 1122).

⁴⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2001 roku w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz. U. Nr 149, poz. 1670).

⁴¹ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku o gospodarce nieruchomościami (t.j. Dz. U. 2000, Nr 46, poz. 543 z późn. zm.).

rem było lokowanie w nieruchomości nie udało się pozyskać nawet kwoty dziesięciokrotnie niższej⁴².

Przeszkodą w rozwoju specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych lokujących w nieruchomości będzie także relatywnie krótki czas posiadania tytułów uczestnictwa przez uczestników polskich funduszy inwestycyjnych (w przypadku niemieckich otwartych funduszy inwestycyjnych mediana utrzymywania jednostek uczestnictwa wynosi 7 lat⁴³), co może wiązać się z trudnościami w odsprzedaży certyfikatów inwestycyjnych sfiz oraz – w przypadku funduszy otwartych – z koniecznością utrzymywania przez takie fundusze wysokiego udziału płynnych papierów wartościowych (zwłaszcza bonów skarbowych), celem zabezpieczenia ewentualnych zobowiązań z tytułu odkupienia jednostek. Może to negatywnie wpływać na osiąganą stopę zwrotu z inwestycji w jednostki takich funduszy.

Przy konstruowaniu regulacji dotyczących funduszy lokujących w nieruchomości (zwłaszcza typu otwartego) szczególną uwagę należy zwrócić na ich cel inwestycyjny. Rynek nieruchomości charakteryzuje się niewielką transparentą (brak pełnej informacji o zawieranych na rynku transakcji) oraz specyficznym charakterem przedmiotu obrotu (praw do nieruchomości). Przedmiotem obrotu na tym rynku są prawa do nieruchomości o wysoce zindywidualizowanym charakterze, których wycena zależy od wielu czynników charakterystycznych wyłącznie dla określonej nieruchomości (położenie, stan prawny, stan fizyczny, miejscowy plan zagospodarowania przestrzennego i in.). W związku z powyższym należy rozważyć ograniczenie celu inwestycyjnego przyszłych otwartych funduszy nieruchomości jedynie do zarządzania i pobierania pożytków z posiadanych nieruchomości, bez możliwości dokonywania transakcji o charakterze spekulacyjnym, pozostawiając możliwość dokonywania takich transakcji jedynie specjalistycznym funduszom inwestycyjnym zamkniętym.

Instytucje zbiorowego inwestowania w nieruchomości są ważnym elementem rozwiniętych rynków kapitałowych. Trudno nie doceniać ich wpływu na rozwój rynku nieruchomości, a ponadto z uwagi na relatywnie niskie ryzyko inwestycyjne wiążące się z lokowaniem na tym rynku, instytucje tego typu są także ważnym instrumentem długoterminowego oszczędzania (zwłaszcza w celach emerytalnych). Należy mieć nadzieję, że w najbliższej przyszłości ustawodawca umożliwi dokonywanie wskazanych wyżej lokat nie tylko przez drobnych inwestorów (dla których przeznaczone będą otwarte fundusze nieruchomości), ale także np. przez otwarte fundusze emerytalne, które w obecnym stanie prawnym nie tylko nie mogą lokować bezpośrednio w nieruchomości, ale ustawa także wyłącza możliwość inwestowania w tytuły uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych⁴⁴.

⁴² Projekt emisyjny Skarbiec Nieruchomości zakładał pozyskanie 50 mln zł.

⁴³ Dane z BVI.

⁴⁴ Art. 141 ust. 1 pkt. 7) Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i działalności otwartych funduszy emerytalnych (Dz. U. Nr 139, poz. 934 z późn. zm.). Por. także art. 63 ust. 5 pkt. 5) Ustawy z dnia 20 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej (t.j. Dz. U. 1996, Nr 11 poz. 62 z późn. zm.), który dopuszcza tę kategorię lokat.

LEGAL CONDITIONS OF DEVELOPING INVESTMENT FUNDS WHICH INVEST
IN REAL ESTATE

S u m m a r y

In the current conditions one could hardly expect a rapid establishment and development of investment funds investing in real estate in Poland, not only due to the lack of relevant legal regulations. Among some further causes there are some technical obstacles in dealing in real estate as well as an often unclear legal status of real property.

Besides, the high minimal allowed asset value is an additional deterrent. Currently, this minimal value is 0.5 billion zł for an investment of 30 - 40 million zł. This condition follows the requirement to maintain an appropriate level of investment diversification in order to reduce the risks involved. The only specialist closed investment fund that has ever attempted to invest in real estate in Poland failed to collect even 10% of the amount.

Another obstacle in developing specialist closed investment funds investing in real estate is also the relatively short time of keeping shares by Polish investment fund shareholders (in Germany the median of keeping open investment fund shares being 7 years). This can impede selling off specialist closed investment fund shares and in the case of open funds it also implies the need to maintain a high share of liquid securities (especially T-bonds) with a view to securing possible obligations involved in share redemption. This can in consequence reduce the investment return rate.

When drafting legislation concerning funds investing in real estate (especially open ones) one should focus in particular upon their investment target. Transparency of the real estate market is very limited, as there is no full information on the deals handled on this market; also, the object of the deals, i.e. real estate ownership, is atypical. On the market it is dealt in ownership rights, which are highly individualized and which are priced on the basis of a number of factors, such as the location, legal and physical condition, or local land development plan, all of which add up to the individual value of each property. One should therefore consider limiting the investment target of future open real estate funds only to managing and reaping profits from owned real property rather than allow speculative transactions, which should be allowed only for specialist closed investment funds.

Collective real estate investment institutions are an important element of developed capital markets. It is hard not to appreciate their impact upon the development of real estate market and due to a relatively low risk involved in investing in this market, such institutions are a significant long-term saving instrument (especially toward pension). One should hope that the legislator will soon give a green light to the investments in question not only for smaller investors (for whom open real estate funds will be available) but also to e.g. open pension funds. Under the current law open pension funds are banned from investing not only directly in real estate but also in specialist closed investment fund shares.