

Formy inwestowania na polskim rynku nieruchomości

Iwona Dittmann

Rynek nieruchomości charakteryzuje się mnogością i różnorodnością form inwestowania. Warto wykryć logikę ich występowania, gdyż ważnym aspektem sformułowanego w tytule artykułu zagadnienia, którego nie można nie podkreślić już we wstępie, jest dynamiczny rozwój sposobów inwestowania na polskim rynku nieruchomości. Analiza „podłoża” ma na celu lepszy wgląd w procesy stanowiące o istocie form inwestowania. Sprawą priorytetową staje się zdefiniowanie pojęcia inwestowania na rynku nieruchomości.

Pojęcie inwestycji ma wiele różnych definicji zależnych od punktu widzenia reprezentowanego przez osobę definiującą. Oto kilka z nich:

- ▶ zaangażowanie pieniędzy w określony zakup, który ma przynieść dochód lub wzrost wartości ulokowanego kapitału; także wszelkie zakupy mające na celu zachowanie wartości
- ▶ zakupy dóbr kapitałowych – zakładów produkcyjnych, wyposażenia, budynków mieszkalnych oraz zmiany zapasów, które mogą być użyte w produkcji innych dóbr i usług
- ▶ wydatki na urządzenia rzeczowe i finansowe, badania i rozwój, wdrożenia, kształcenie i reklamę
- ▶ nabywanie praw do udziałów i akcji w spółkach, obligacji państwowych oraz wierzytelności innych przedsiębiorstw [Inwestowanie 1999, s. 5-7].

Naturalną konsekwencją tak szerokiego spektrum definicji jest podział inwestycji ze względu na wielorakie kryteria i wyodrębnienie inwestycji: rzeczowych, finansowych, rozwojowych, kapitałowych, oszczędnościowych, odtworzeniowych itd. Na potrzeby tego artykułu proponuję skoncentrowanie się na inwestowaniu jako konsekwentnym ciągu działalności różnych podmiotów. Proponuję przyjąć jako koncepcję organizującą paradygmat inwestycyjnego ciągu gospodarczego (który powinien być rozpatrywany w ujęciu kapitałowym, praw, ryzyka itp.), podzielo-

mgr Iwona Dittmann
- pracownik naukowo –
dydaktyczny
w Katedrze Finansów
Akademii Ekonomicznej
we Wrocławiu



nego na odcinki inwestycyjne – jest to według mnie podejście uzasadnione po analizie sektora nieruchomości. Owocem uznania tej idei za przewodnią jest większa łatwość uchwycenia i przejrzystość form inwestowania na rynku nieruchomości.

Jeżeli za definicję rynku nieruchomości przyjmując następującą: działania i interakcje między ludźmi zajmującymi się kupnem, sprzedażą, wymianą, użytkowaniem i rozwijaniem nieruchomości [Kucharska-Stasiak 1999, s. 30], to narzuca ona wielowymiarowy zakres rozważań. Ich wytyczną sugerowaną pojęciem ciągu powinien być cykl życia nieruchomości rozpoczynający się od konstytuującej daną nieruchomość myśli ludzkiej. Podmioty zaangażowane w następujące po sobie etapy życia nieruchomości włączają się automatycznie w proces inwestowania sensu largo. Tożsamość podmiotu (np. deweloper, osoba fizyczna, fundusz inwestycyjny), jego cel (np. spekulacja, pomnożenie kapitału, przetrwanie) oraz sposób działania (np. projekt, budowa, finansowanie) determinują charakter inwestowania, umiejscawiając danego inwestora na konkretnym odcinku ciągu inwestycyjnego. Znajduje to odzwierciedlenie w formach inwestowania na rynku nieruchomości – w tym kontekście można je podzielić na:

- ▶ pośrednie i bezpośrednie
- ▶ finansowe, rzeczowe, usługowe
- ▶ indywidualne, grupowe, instytucjonalne.

Warto zauważyć, iż przyjęty paradygmat inwestycyjnego ciągu gospodarczego współgra z innym

postulatem D. Trojanowskiego – dotyczącym właściwej definicji nieruchomości komercyjnej. Jego autor przedstawia odmienny pogląd na podział rynków nieruchomości niż reprezentowany przez większość środowisk. D. Trojanowski w artykule „Nieruchomość komercyjna i jej miejsce” proponuje dwie klasyfikacje nieruchomości w ogóle. Pierwsza, nazwana funkcjonalną, bazuje na przeznaczeniu nieruchomości.

W oparciu o tę klasyfikację autor wymienia następujące grupy nieruchomości: mieszkalne, przemysłowe, handlowo–usługowe, rekreacyjne i wypoczynkowe, rolne i leśne oraz specjalnego przeznaczenia. Powierzchniowo rzecz ujmując, jest to ujęcie zbieżne z popularnym w literaturze przekrojem przedmiotowym. Jednak autor publikacji zgłębia zagadnienie i reformuluje istotę przytaczanej klasyfikacji. Pisze on: „W polskich publikacjach poświęconych omawianym zagadnieniom nieruchomości handlowo–usługowe nazywane są nieruchomościami komercyjnymi, utożsamianymi z obiektami przynoszącymi dochód. (...) Uważam, że podział funkcjonalny powinien wyróżniać nieruchomości ze względu na sposób ich wykorzystywania przez aktualnego lub potencjalnego użytkownika. Zupełnie odrębną sprawą jest, czy i w jaki sposób nieruchomość przynosi dochód. Wnikając w problem głębiej można zauważyć, że właściwie każda nieruchomość może być przedmiotem najmu lub dzierżawy i przynosić dochód w postaci czynszu” [Trojanowski, 2002]. Stąd – druga klasyfikacja nieruchomości ze względu na sposób generowania dochodu (komercyjne, spekulacyjne, kapitałowe, rozwojowe), która znajduje zastosowanie przy postrzeganiu nieruchomości w świetle przynoszonych korzyści. Uważam, iż wywód D. Trojanowskiego jest logicznie uzasadnionym i przekonującym zaakcentowaniem zasadności patrzenia na każdą nieruchomość oczami potencjalnego inwestora. A takie podejście implikuje uznanie istnienia różnorodnych form inwestowania na rynku nieruchomości.

Drugim krokiem (po określeniu tła, na którym pojawiają się formy inwestowania na rynku nieruchomości), jest wskazanie czynników kształtujących owe formy. Jakkolwiek by nie podchodzić do postawionego problemu, zawsze na pierwszy plan wysuwają się pewne wspólne elementy o wiodącym znaczeniu. Na tej podstawie powstała moja propozycja rozpatrywania podejmowanej problematyki. Wyodrębniłam trzy wyznaczniki rozszerzające przestrzeń, w której istnieją formy inwestowania w nieruchomości. Określiłam je jako:

- ▶ cechy nieruchomości jako obiektu inwestycyjnego
- ▶ rozwój rynków powiązanych
- ▶ polskie regulacje prawne.

Powyższe grupy czynników generują szeroki wachlarz form inwestowania w nieruchomości. Aby

urzeczywistnić ten obraz, należy ponadto uwzględnić istotne procesy zachodzące w polskiej gospodarce. Takimi swoistego rodzaju filtrami, które modyfikują wyznaczoną uprzednio przestrzeń, są procesy związane z:

- ▶ globalizacją i integracją rynków (zarówno w skali gospodarki krajowej, jak i międzynarodowej) – sieć powiązań pomiędzy poszczególnymi rynkami jest gęstsza
- ▶ rosnącym zjawiskiem grup kapitałowych, które łączą różną działalność poprzez tworzące je podmioty
- ▶ faktem, iż polski rynek nieruchomości należy do rynków wschodzących i jako taki podlega dynamicznemu rozwojowi.

Zaprezentowane podejście wymaga rozwinięcia, toteż stanowi punkt wyjścia do głębszych rozważań.

Nieruchomości posiadają wiele specyficznych cech odróżniających je od innych dóbr stanowiących obiekty inwestycyjne. Są to zarówno uwarunkowania fizyczne (złożoność fizyczna, nieruchomość, trwałość w czasie, różnorodność, niepodzielność), jak i ekonomiczne (deficytowość, lokalizacja, współzależność, wysoka kapitałochłonność, mała płynność).

Złożoność fizyczna. Nieruchomość składa się z kilku elementów składowych o odmiennym charakterze. Według definicji prawnej nieruchomość to grunt. Poza tym składnikami nieruchomości są także budynki, budowle, zasadzenia wieloletnie i inne rośliny. Skutkiem tej niejednorodności jest m.in. wieloetapowość procesu inwestycyjnego i złożoność mechanizmu obsługującego cały proces.

Nieruchomość. Inaczej mówiąc jest to trwałość w miejscu. Implikuje ona np. łatwość obciążenia nieruchomości podatkami i innymi obciążeniami (nieruchomość jako obiekt fiskalny), zależność wartości nieruchomości od podlegającego zmianom otoczenia (co z kolei kreuje obroty na rynku najmu), jak również możliwość stanowienia zabezpieczenia dla kredytów hipotecznych.

Trwałość w czasie. Przejawem tej cechy jest niezniszczalność gruntu oraz długi okres żywotności budynków i budowli. Przekłada się ona przede wszystkim na pełnienie przez nieruchomości funkcji lokaty kapitału. Nieruchomość jest w Polsce wciąż jeszcze raczej nietypowym przedmiotem lokaty, zbyt rzadko wykorzystywanym. Istnieją jednak regulacje prawne wręcz zachęcające do włączania nieruchomości do portfeli inwestycyjnych w celu lepszej ich dywersyfikacji. Myślę tutaj zwłaszcza o takich inwestorach, jak banki, zakłady ubezpieczeń, fundusze powiernicze i inwestycyjne. Ale także, jak pokazuje praktyka, spółki prawa handlowego, a nawet gminy mogą znaleźć tu obszar do prowadzenia działalności lokacyjnej.

Deficytowość. Cecha ta decyduje o ograniczonej podaży konkretnych nieruchomości (np. nowoczesnych biurowców w centrum miasta). Kształtuje ona stawki czynszów, które mają wpływ na atrakcyjność nieruchomości jako obiektów inwestycyjnych. Natomiast zainteresowanie inwestorów ożywia rynek i poprawia funkcjonowanie nie tylko tego segmentu.

Współzależność. Przejawem współzależności są interakcje zachodzące pomiędzy otoczeniem wewnętrznym i zewnętrznym nieruchomości. Silny wpływ tej cechy zachodzi zwłaszcza w przypadku powierzchni handlowych. Opisywana cecha powoduje powstawanie „lepszyc” i „gorszych” obszarów prowadzenia działalności gospodarczej. Efekt ten mogą umiejętnie wykorzystać właściciele nieruchomości, czego przykładem była IKEA. Firma ta zauważyła, że na jej klienteli zyskują podmioty wznoszące w pobliżu własne centra usługowo-handlowe. IKEA postanowiła spożytkować swoją popularność na własny rachunek i zainwestowała w pobliskie tereny znacznie przekraczające jej potrzeby. Powołana na tę okoliczność spółka IKEA PROPERTY wydzierżawiła zbędne grunty lub zbudowała powierzchnie w celu ich wynajęcia. Zaistniała w dodatkowy sposób na rynku inwestycyjnym.

Wysoka kapitałochłonność. Powyższa cecha oznacza konieczność ponoszenia wysokich nakładów na zakup gruntu i wybudowanie obiektu oraz utrzymanie stanu technicznego. Wynikiem wysokiej kapitałochłonności jest głównie konieczność finansowania budowy nieruchomości ze źródeł obcych (kredyty, fundusze inwestycyjne, hipoteczne listy zastawne), czyli udział w rynku finansowym [Kucharska-Stasiak 1999, s.16-24].

Kluczowym twierdzeniem jest, iż ponieważ żaden rynek nie jest tworem samoistnym, lecz tkwi w sieci powiązań, kształtowanie się jednych rynków automatycznie wpływa na przeobrażanie się innych. Rozwój przemysłu czy handlu oddziałuje na popyt na powierzchnie handlowe i przemysłowe. Z kolei rynek budowlany, poprzez pojawianie się nowoczesnych materiałów i technologii pozwalających na szybszą realizację wysokiej jakości projektów, wpływa na podaż nieruchomości. Jednak największe znaczenie dla rozwoju rynku nieruchomości komercyjnych ma ewolucja rynków, których sens istnienia stanowią ogromne zasoby finansowe. Myślę tutaj o rynku kapitałowym, bankowym i ubezpieczeniowym.

Przełomowym momentem było otwarcie polskiego sektora finansowego na podmioty zagraniczne związane z liberalizacją usług. Przyczynę wysokiej korelacji rynku nieruchomości i wymienionych rynków wskazuje S. Belniak pisząc: „Pochodzenie kapitału kierowanego na rynek nieruchomości ma istotne znaczenie dla jego rozwoju, gdyż inwestor anga-

żujący swój kapitał partycypuje w zyskach płynących z danej inwestycji oraz ponosi ryzyko jej niepowodzenia” [Belniak 2001, s.164]. Dalej autor wyjaśnia, że pierwotnie finansowanie nieruchomości w krajach wysoko rozwiniętych przebiegało w sposób pasywny, tzn. instytucje finansowe (kredytodawcy) nie miały udziału w zyskach osiągniętych z tytułu inwestycji. Sytuacja uległa zmianie, kiedy kapitał zaczęły dostarczać firmy ubezpieczeniowe, zapewniając sobie jednocześnie uczestnictwo w zyskach. Ich śladem poszli inni inwestorzy instytucjonalni. Po pewnym czasie zaczęli oni „intensyfikować działania, których celem było znalezienie nowych metod i instrumentów finansowych, pozwalających uniknąć wad inwestowania w nieruchomości, wynikających z kapitałochłonności oraz braku płynności” [Belniak 2001, s.164].

Aktualnie inwestowanie w nieruchomości jest elementem polityki lokacyjnej różnorodnych inwestorów instytucjonalnych. Na rozwiniętych rynkach nieruchomości firmy ubezpieczeniowe są jednym z najbardziej znaczących inwestorów. Mając na uwadze, iż lokaty stanowią drugie po składce ubezpieczeniowej źródło dochodów zakładów ubezpieczeń oraz zabezpieczają wypłacalność zakładów w zakresie przyjętych przezeń zobowiązań z tytułu zawartych umów, należy uznać, iż dobór portfela inwestycyjnego jest sprawą pierwszorzędnej wagi. Nieruchomości uważa się za idealny pod tym względem produkt – zwłaszcza dla zakładów prowadzących działalność w dziale ubezpieczeń na życie, które zainteresowane są lokatami długoterminowymi.

Inwestując w nieruchomości komercyjne firmy ubezpieczeniowe realizują dwa podstawowe wymagania: bezpieczeństwo oraz rentowność lokat. Ponadto wykorzystują zaletę odporności na inflację oraz ujemnej korelacji z innymi instrumentami finansowymi, w tym z rynkiem papierów wartościowych, co ma kluczowe znaczenie przy dywersyfikacji portfela. W Polsce zasadniczo większość towarzystw ubezpieczeniowych typu life docenia korzyści inwestowania w nieruchomości i stopniowo zwiększa ich udział w swoich lokatach (strategia firmy Commercial Union zakłada docelowo 10% udziału lokat w nieruchomości w portfelu inwestycyjnym) [Rynek 1997, s. 133-140].

Banki wybierają raczej łatwiejsze w zarządzaniu, bardziej płynne i mniej kapitałochłonne inwestycje w papiery wartościowe. Jednocześnie rośnie ich zainteresowanie listami zastawnymi. W Polsce powojennej banki hipoteczne emitują listy zastawne od 2000 r. Przykładem może być RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A. Przełomem było jednak wprowadzenie listów do obrotu publicznego. Papiery takie, wysoko oceniane przez agencje ratingowe, stanowią pożądany element portfela inwestycyjnego, toteż banki sygnalizują takie emisje.

Najważniejszymi inwestorami, poza osobami fizycznymi inwestującymi w formie bezpośredniej indywidualnej, jawią się fundusze inwestycyjne. Łączą one w sobie różne formy inwestowania na rynku nieruchomości, np. inwestowanie pośrednie (podmioty indywidualne, OFE, banki - np. EBOR, sam fundusz inwestycyjny przez nabywanie udziałów w spółkach działających na rynku nieruchomości) z bezpośrednim (fundusz inwestycyjny, tworzone spółki celowe, tzw. SPV). Poprzez odpowiednią konstrukcję działalności (np. obrót certyfikatami inwestycyjnymi na GPW) mogą niwelować niektóre wady nieruchomości (kapitałochłonność, mała płynność) i efektywniej zarządzać ryzykiem inwestycyjnym. Tym samym tworzą nowe, w odróżnieniu od klasycznych, możliwości inwestowania.

Należy podkreślić niejednorodność funduszy inwestujących na polskim rynku nieruchomości, co także powoduje różnorodność form inwestowania. Potwierdzeniem braku takiej standaryzacji wśród funduszy byłaby wielowymiarowa analiza porównawcza funduszy takich, jak np. Arka BZ WBK FRN SFIZ, Skarbiec Rynku Nieruchomości FIZ, Europolis Invest, gdzie udziałowcami portfela są Investkredit Bank AG (65%) i Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (35%), Heitman (amerykański), ZEI Fund (zarządza nim HypoVereinsbank AG), Deutsche Grundbesitz, Credit Anstalt Immo, GE Capital, ING Fund, Europa Capital Partners, Curzon Capital Partners, Pioneer Group, Central European Retail Property Fund, Bouygues Immobilier, Polonia Property Fund, Apollo Rida, Rodamco (Holandia), ProLogis oraz CA Immobilien Anlagen AG (austriacka spółka notowana na wiedeńskiej giełdzie, która pieniądze akcjonariuszy lokuje w nieruchomości).

Wszystkie prowadzą działalność inwestycyjną m.in. na polskim rynku nieruchomości. Różnią się pochodzeniem i wielkością kapitału, skalą działalności, dywersyfikacją portfela, specjalizacją, strategią inwestowania, czasem trwania, pochodzeniem, warunkami uczestnictwa, rozmiarami transakcji itd. Rosnąca aktywność inwestorów portfelowych powoduje zmiany struktury inwestorów działających na polskim rynku nieruchomości. Mimo, iż nadal wiodącą rolę odgrywają fundusze międzynarodowe, pierwsze udane próby zaistnienia polskich funduszy stanowią dowód na ciągły rozwój rynku inwestycyjnego skutkujący nowymi, dostosowanymi do potrzeb uczestników rynku, formami inwestowania. Są niezbędnym dopełnieniem form tradycyjnych.

Zaznaczona wcześniej ewolucja rynku finansowego przyczynia się dodatkowo do rozszerzenia wyboru sposobów inwestowania. Poza podstawową metodą finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych w Polsce, jaką pozostaje długoterminowy kre-

dyt udzielany przez bank lub konsorcjum bankowe bezpośredniemu inwestorowi, obserwuje się metody alternatywne. W przypadku nieruchomości godne uwagi zastosowanie znajduje leasing zwrotny. Polega on na tym, że inwestor, posiadający już funkcjonującą nieruchomość komercyjną, sprzedaje ją spółce celowej przedsiębiorstwa leasingowego, a następnie otrzymuje ją zwrótnie w leasing. Uzyskane ze sprzedaży środki mogą być dzięki tej operacji przeznaczone na kolejne inwestycje.

Przykład takiej formy leasingu stanowi umowa zawarta w Polsce w 2001 r. Za 38 mln PLN Optimus Real Estate S.A. (jedna ze spółek grupy Optimus) zawarł transakcję leasingu zwrotnego z BRE Leasing Sp. z o.o. poprzez należącą do niej spółkę Brel – Res. Przedmiotem kontraktu podpisanego na 10 lat są obiekty biurowe wraz z działkami, których właścicielem były uprzednio Optimus S.A. i Optimus Real Estate S.A. Większość tworzy Optimus Business Park – kompleks biurowców w Warszawie, uzupełniany przez pojedyncze budynki we Wrocławiu, Bydgoszczy, Poznaniu, Oświęcimiu i Mysłowicach [Dojrzwowanie 2003, s.19].

Istota leasingu zwrotnego może być wykorzystana także w pośredni sposób przy finansowaniu inwestycji w nieruchomości komercyjne. Finansowanie zakupu gruntu i wzniesienia budynku następuje wówczas ze środków własnych inwestora, bądź ze środków uzyskanych z pożyczki udzielonej przez zagranicznego wspólnika, albo z kredytu bankowego. Jednak w założeniu takie finansowanie ma trwać tylko w okresie przejściowym, tj. od dnia nabycia działki do ukończenia inwestycji. Po zakończeniu budowy inwestor zawiera transakcję leasingu zwrotnego, a środki uzyskane ze sprzedaży nieruchomości może przeznaczyć na spłatę kredytu lub następne przedsięwzięcie.

Inna metoda – project finance - została stworzona na potrzeby realizacji projektów niestandardowych. Nadaje się ona idealnie do inwestycji w nieruchomości komercyjne (przedsięwzięcia są kapitałochłonne, często charakteryzują się wysokim stopniem skomplikowania lub znacznym ryzykiem). Zasadnicza różnica pomiędzy tradycyjnym kredytowaniem i project finance polega na tym, że w przypadku project finance pierwotnym akceptowanym przez kredytodawcę źródłem spłaty kredytu jest zysk generowany przez inwestycję. Finansowanie nie zależy wówczas od wiarygodności kredytowej; stawia się na powodzenie projektu, czyli przyszłe nadwyżki finansowe.

Pomimo niewątpliwiej użyteczności finansowania project finance napotyka w Polsce duże trudności. Ich przyczyną jest konstrukcja instrumentu oparta na ocenie ryzyka projektu. Krytycznym punktem tej metody, stanowiącym jednocześnie jej istotę, jest

prawidłowość założeń przyjętych do prognoz odnoszących się zarówno do rynkowej, jak i finansowej strony projektu. Natomiast polskie banki bazują na wiarygodności kredytowej. Stąd stosunkowo powolny rozwój opisywanej metody na polskim rynku nieruchomości.

Techniką jeszcze bardziej dostosowaną do polskich realiów wydaje się być metoda buy-back. Jej sens obrazuje propozycja polskiego określenia spłaty produktem. Wyjątkowość metody buy-back polega na domknięciu cyklu inwestycyjnego przez zawarcie trójstronnej umowy (najprostszy schemat) przed rozpoczęciem przedsięwzięcia. Poza sponsorem projektu i jego realizatorem w transakcji od początku uczestniczy także przyszły użytkownik obiektu. Metoda ta ma szerokie zastosowanie w przypadku nieruchomości komercyjnych, gdzie projekty stają się coraz bardziej hybrydowe pod względem przeznaczenia powierzchni.

Aktualnie inwestorzy wykazują największe zainteresowanie kompleksami biurowo-handlowymi i centrami handlowo-rozrywkowymi. Cechą charakterystyczną takich przedsięwzięć jest jednocześnie możliwość przewidzenia przyszłych najemców i zawarcia z nimi umów z pewnym wyprzedzeniem – tzw. prelease (na rynku polskim zaistniały już przypadki wynajęcia całej powierzchni przed ukończeniem budowy). Fakt ten pozwala na skonstruowanie finansowania buy-back. Deweloper, za uzyskane w wyniku umowy środki, stawia obiekt, w którym najemcy wynajmą określoną powierzchnię na określony czas. Przyszły

czynsz z najmu będzie wpływał do sponsora – organizatora finansowania i aranżera całej operacji.

Warto spostrzec, że metoda ta w znacznym stopniu gwarantuje powodzenie inwestycji. Ryzyko niskiego popytu na oferowane powierzchnie praktycznie zostaje zlikwidowane, istnieje możliwość dodatkowego zabezpieczenia (dzierżawę można wpisać do ksiąg wieczystych jako obciążenie nieruchomości), a przyszli najemcy mają stałą, często preferencyjną stawkę czynszu i możliwość dostosowania obiektu do swoich wymagań w przypadku najemcy strategicznego [Matkowski 2001, s.174-179].

Trzecim wyznacznikiem są polskie rozwiązania legislacyjne. Ustawy i rozporządzenia Rady Ministrów regulują m.in. politykę lokacyjną inwestorów instytucjonalnych, tworzą podstawy prawne transakcji leasingowych, określają działalność funduszy inwestycyjnych. Wpływają także pośrednio na formy inwestowania na rynku nieruchomości, np. poprzez regulacje podatkowe (podatek katastralny, podatek od zysków kapitałowych) - determinując w ten sposób w pewnym stopniu opłacalność danej formy inwestowania, decydując o jej faktycznym istnieniu i rozwoju. Trzeba podkreślić, iż ustawy na rynkach rozwijających się są często nowelizowane, co ma na celu coraz lepsze dostosowanie do potrzeb uczestników rynku i zmieniających się innych uwarunkowań. ■

Literatura:

- Belniak S., „Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych”, Kraków, Akademia Ekonomiczna 2001.
„Dojrzwianie rynku”, w: „Gazeta Finansowa” z dnia 12 VIII 2001.
„Inwestowanie w nieruchomości”, red. E. Kucharska-Stasiak, Valor 1999.
Kucharska-Stasiak E., „Nieruchomość a rynek”, Warszawa, PWN 1999.
Matkowski R., „Nowe metody finansowania inwestycji w nieruchomości”, w: „Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce”, red. M. Bryx. Warszawa, IFGN SGH 2001.
„Rynek nieruchomości. Wybrane problemy”, red. E. Kucharska-Stasiak, Łódź, Uniwersytet Łódzki 1997.
Trojanowski D., „Nieruchomość komercyjna i jej miejsce”, w: „Nieruchomości C.H.Beck” nr 4, 2002.

II Kongres Finansowania Nieruchomości w Krajach Europy Środkowoschodniej

17-18 listopada 2005 r. w Warszawie

www.zbp.pl