

PIOTR MIROWSKI

**ORGANIZACJA ZARZĄDZANIA FINANSAMI  
DUŻYCH ZWIĄZKÓW GOSPODARCZYCH,  
PROWADZĄCYCH DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKĄ,  
ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM  
FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NIERUCHOMOŚCI**

**Słowa kluczowe:** zarządzanie finansami, fundusze inwestycyjne nieruchomości, deweloperskie grupy kapitałowe

**Keywords:** financial management, real estate investment trust, real estate corporation

**Klasyfikacja JEL:** G39

## **Wprowadzenie**

Działalność deweloperska jest jedną z aktywności, której cechą szczególną jest prowadzenie poszczególnych projektów związanych z takim połączeniem lokalizacji, pomysłu na inwestycję związanego z daną lokalizacją i kapitału, aby powstały obiekty nieruchomościowe (budynki lub budowle), które będą przynosić dochód<sup>1</sup>, w oparciu o formułę *Project finance*. Formuła ta w działalności deweloperskiej polega na realizacji danego, wyodrębnionego ze względu na daną konkretną lokalizację lub/i odrębność budowlaną (konkretny budynek lub budowla) zadania inwestycyjnego w spółce celowej, dedykowanej do prowadzenia tylko tego zadania<sup>2</sup>.

Stosowanie w omawianej działalności takiej formuły działania związane jest ze skupieniem ryzyka danego projektu tylko na nim i nieprzeniesienie skutków ewentualnych niepowodzeń realizacyjnych na inne projekty prowadzone przez daną strukturę kapitałową (rozumianą szerzej, niż definiuje ją polskie prawo bilansowe lub podatkowe, a w szczególności jako system nawet skomplikowanych powiązań wielu podmiotów opartych na wspólnym źródle zarządzania). Formalnie bowiem w takiej strukturze zabezpieczeniem

---

<sup>1</sup> M. Dąbrowski, K. Kirejczyk: *Inwestycje deweloperskie*, Twigger, Warszawa 2001, s. 13.

<sup>2</sup> J. Kędzierska-Klukowska: *Project finance w inwestycjach deweloperskich*, [w:] *Finansowanie działalności deweloperskiej. Aspekty praktyczne*, red. M. Bryx, Z. Krysiak, Związek Banków Polskich, Warszawa 2006, s. 76.

dla finansujących projekt, w szczególności dla instytucji finansowych, są aktywa tylko danej spółki projektowej<sup>3</sup>, tzw. SPV (*Special Purpose Vehicle* – Spółka Specjalnego Przeznaczenia). Typowym przykładem struktur w taki sposób organizujących swoją działalność są Fundusze Inwestycyjne Nieruchomości. Przedmiotem analizy będzie tu zatem organizacja zarządzania finansami w strukturach, gdzie poszczególne projekty są samodzielne i przyczyniają się do wzrostu wartości całej organizacji. Do omawianych dużych związków gospodarczych należą:

- korporacje,
- zespolone jednostki gospodarcze,
- grupy podmiotów z powołanym centrum zarządzania,
- wspólnoty interesów,
- koncerny,
- konglomeraty (deweloperskie)<sup>4</sup>.

### **Istota zarządzania finansami w omawianych strukturach**

Jak wspomniano powyżej poszczególne projekty danych struktur gospodarczych, czy to deweloperskich grup kapitałowych, czy też Funduszy Inwestycyjnych Nieruchomości w modelu *Project Finance* prowadzone są w formie osobnych spółek celowych, powoływanych dla każdego z projektów. Pojawia się więc pytanie, czy dana grupa deweloperska dla każdej z tych spółek buduje komórki do zarządzania finansami i posiada osobną komórkę finansową dla celów zarządzania finansami podmiotu sprawującego kontrolę nad grupą?

Obserwacja funkcjonowania tego typu struktur (grupy deweloperskie prowadzące co najmniej kilka projektów o dużej wartości rynkowej i funkcjonowanie Funduszy Inwestycyjnych Nieruchomości) prowadzi do ukazania dwóch podstawowych modeli zarządzania finansami.

Pierwszy z modeli opiera się na zarządzaniu finansami wszystkimi spółkami projektowymi przez tzw. podmiot sprawujący kontrolę nad całą grupą poprzez jego własne służby finansowe (podmiot dominujący).

Drugi z modeli polega na powołaniu kolejnej spółki, w tym przypadku prowadzącej działalność outsourcingową, na rzecz spółek projektowych w zakresie zarządzania ich finansami. Równocześnie taka spółka zarządza finansami podmiotu sprawującego kontrolę nad grupą.

Zastosowanie każdego z wyżej opisanych modeli ma na celu skoordynowanie zarządzania finansami w całej strukturze.

Konieczność scentralizowania zarządzania finansami wynika nie tylko z racjonalnego podejścia do zarządzania kosztami (uniknięcie mnożenia struktur w podmiotach,

<sup>3</sup> *Ibidem*.

<sup>4</sup> A. Stabryła: *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 438–442.

które tylko formalnoprawnie są osobnymi podmiotami), ale przede wszystkim z potrzeby planowania i kontroli przepływów finansowych całej grupy oraz budowania na tym wartości dodanej, a także pełnego wykorzystywania czasowo wolnych środków pieniężnych. Na podstawie przepływów finansowych w poszczególnych projektach należy zbudować plan przepływów całej grupy, a w związku z tym, iż część projektów wykazuje czasowe znaczne nadwyżki środków pieniężnych, natomiast część ich niedobór gospodarowanie środkami pieniężnymi winno wykorzystywać czasowo wolne zasoby w jednych projektach, tam gdzie mogą być akurat potrzebne w grupie (inny projekt, spółka matka). Jest to związane z długością poszczególnych faz cyklu realizacji przedsięwzięć deweloperskich, jak też specyficznymi źródłami finansowania działalności deweloperskiej.

Zasadniczo projekty deweloperskie składają się z następujących faz:

- zainicjowanie projektu,
- opracowanie koncepcji projektu,
- zarządzanie przeprowadzeniem projektu w zakresie powstawania budynków i budowl,
- ekspozycja rynkowa projektu,
- eksploatacja projektu<sup>5</sup>.

W literaturze przyjmuje się, że powyżej wymienione fazy są realizowane w takiej kolejności, jednakże nie zawsze, bowiem, w szczególności w obecnych czasach, „ekspozycja rynkowa projektu” występuje przed rozpoczęciem etapu „zarządzania przeprowadzaniem projektu”. Początkowo taka zmiana kolejności występowała w Polsce w projektach mieszkaniowych, ale obecnie jest widoczna praktycznie we wszystkich typach projektów deweloperskich i często klient jest znany już na etapie opracowywania koncepcji projektu. Jest to szczególnie widoczne w przypadku deweloperów magazynowych czy też realizujących tzw. projekty *build to suit* (budowa przez dewelopera wprost pod wskazania konkretnego klienta).

Z powyżej omówionymi etapami związane jest również zapotrzebowanie na kapitał, które jest diametralnie różne w poszczególnych etapach. Wśród składników wydatkowych przedsięwzięć deweloperskich największymi są zakup gruntu służącego realizacji zadania oraz wynagrodzenie wykonawcy wznoszonych obiektów budowlanych, przy czym z reguły w koszcie całego projektu (koszt w rozumieniu zarządczym, a nie w rozumieniu rachunkowym) wartość gruntu to od 5 do 20%, natomiast wynagrodzenie wykonawcy to od 50 do 70%. Nakładając te udziały na etapy realizacji projektu obserwujemy największe zaangażowanie kapitałowe dewelopera po wypłacie wynagrodzenia wykonawcy i im później lub w niewielu transzach będzie dokonywana płatność dla niego, tym później następuje znaczne zaangażowanie kapitałowe w projekt.

Oczywiście występują również deweloperzy, którzy wnoszą obiekty własnymi siłami, z ograniczonym udziałem podmiotów zewnętrznych. Zaangażowanie kapitałowe

---

<sup>5</sup> M. Dąbrowski, K. Kirejczyk: *op.cit.*, s. 57.

z reguły następuje wtedy wcześniej, niż w przypadku projektów realizowanych w zakresie budowlanym przez podmioty zewnętrzne, ale też stosunkowo późno biorąc pod uwagę start projektu.

Analizując stronę wpływów można zauważyć, że charakterystycznym dla deweloperów, w szczególności mieszkaniowych, jest często finansowanie projektu z wpłat o charakterze zaliczkowym, dokonanych przez klientów dewelopera, co w szczególności ma miejsce w przypadku projektów mieszkaniowych oraz innych, gdzie ostatecznie następuje sprzedaż obiektu lub jego części przez dewelopera, a nie jego leasingowanie lub wynajem. Wprawdzie w pewnym wymiarze awansowanie wpłat przez klientów w przypadku projektów mieszkaniowych ograniczyła w Polsce tzw. ustawa deweloperska (ustawa o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego z 16 września 2011 r.), jednakże nadal jest to czynnik, który, uwzględniając stronę wydatkową, powoduje przejściową nadpłynność projektów.

Wyżej opisane cechy charakterystyczne rzutujące na finanse projektów nieruchomościowych uzasadniają centralizowanie struktur zarządzania finansami.

### **Model centralnego zarządzania przez podmiot dominujący**

W tym modelu za realizację strategii finansowej całej struktury odpowiada operacyjnie podmiot dominujący. Jego komórki centralizują plany finansowe, konsolidując przepływy wszystkich projektów i podmiotu dominującego. Tworzą system *cash pollingu* (wspólnego zarządzania płynnością, opartego na równoważeniu niedoborów i nadwyżek w strukturze kapitałowej), odpowiadają za określenie struktury kapitałowej realizacji każdego z projektów, a w szczególności decydują o wyborze środków i metod jego finansowania, doborze stosownych zabezpieczeń w przypadku finansowania zewnętrznego (w szczególności zorganizowania leasingu zabezpieczeń, gdy aktywa spółki celowej są niewystarczające dla podmiotów finansujących, zapewnieniu poręczeń i gwarancji, zawarcia umów wsparcia itp.), a w szczególności bankowego. Rola podmiotu dominującego to również zapewnienie wymaganego wkładu własnego w najbardziej adekwatnej dla projektu formie (wpłaty na kapitał podstawowy, dopłaty do kapitału, pożyczki podporządkowane, obligacje celowe itp.).

Rola zarządzającego finansami grupy to także kontrola realizacji założeń poszczególnych projektów, analiza wpływu odchyżeń od planu projektu na całą grupę i stosowna aktualizacja planów finansowych całej grupy, jeżeli stan realizacji poszczególnych projektów tego wymaga.

Podmiot dominujący odpowiada również za określenie strategii optymalizacji podatkowej w grupie, a w szczególności doboru odpowiedniej formy prawnej spółek celowych, aby maksymalizować przepływy, minimalizując obciążenia podatkowe.

Ostatecznie, każdy z projektów po zakończeniu powinien wygenerować globalnie zysk w ujęciu ekonomicznym, a więc podmiot dominujący odpowiada za politykę jego dys-

trybucji, a swoim planie finansowym jako grupy winien uwzględnić różny okres trwania poszczególnych projektów<sup>6</sup>.

W przypadku negatywnych zdarzeń, związanych z realizacją konkretnych projektów, kompetencje zarządzania finansami sprowadzają się do podejmowania decyzji o kontynuacji projektu lub jego zaniechaniu, albo zastosowaniu zmian, jeżeli to możliwe (wybór tzw. opcji wbudowanych w projekt)<sup>7</sup>. Istotną kwestią finansową jest również decyzja co do dalszych losów SPV w przypadku zakończenia realizacji projektu. W polskim systemie prawnym procedura likwidacji jakiegokolwiek spółki nie jest bowiem w praktyce prosta, i zawsze czasochłonna. Do decydenta finansowego należy więc również decyzja o losach takiej spółki celowej po zakończeniu projektu, a w szczególności czy może być ona wykorzystana do kolejnego projektu.

Oczywiście opisywaną tu odpowiedzialność należy rozumieć jako kompetencje określone przez daną organizację, a nie jako odpowiedzialność wobec podmiotów zewnętrznych, bo ta wynika z przepisów prawa powszechnie obowiązującego i jej zakres oraz podmiotowość wynika z przyjętych form prawnych funkcjonowania spółek celowych (SPV).

Zaletą tego modelu jest brak konieczności tworzenia dodatkowych podmiotów prawnych dla realizacji zadań zarządzania finansami, co dodatkowo komplikowałoby strukturę prawną organizacji.

Wadą jest zaś częste niedostrzeżenie konieczności zawarcia przez spółkę matkę stosownych umów o zarządzanie ze spółkami celowymi, co wiąże się z ryzykiem podatkowym możliwości przypisywania przez organy administracji skarbowej nieodpłatnych świadczeń spółkom celowym i ich opodatkowywanie. W szczególności takie działanie usługowe spółki matki jest łatwo sprawdzalne w przypadku stosowania *cash pooling* lub innych czynności związanych z przepływami środków pieniężnych bądź jawną formą reprezentacji, choćby administracyjnej. Kolejnym problemem podatkowym jest „użyczanie” zabezpieczeń spółkom celowym przez podmiot dominujący lub inne spółki celowe. Organy skarbowe nakazują w takich przypadkach rozpoznawać przychód z tytułu nieodpłatnych świadczeń, a że w Polsce nie istnieje aktywny rynek użyczenia zabezpieczeń za wynagrodzeniem, to często jest to przychód w oparciu o przypadkową wycenę rzeczoznawcy wskazanego przez organy skarbowe.

Kolejne szacowanie nieodpłatnych świadczeń może następować w przypadku tzw. usług technicznych pomocniczych do zarządzania finansami, takich jak prowadzenie ksiąg, sprawozdawczość, usługi wykonywania płatności.

Oczywiście powyższe tzw. ryzyka podatkowe da się wyeliminować formalizując działania stosownymi umowami, należy jednak pamiętać, iż w przypadku ustalania wynagrodzenia muszą to być stawki rynkowe, ze względu na kolejne ryzyko tzw. cen transfero-

<sup>6</sup> A. Damodaran: *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 567.

<sup>7</sup> *Ibidem*, s. 599.

wych (podmioty powiązane podatkowo, a więc dużo szerzej rozumiane, niż według prawa bilansowego).

### **Model oparty na spółce celowej**

Podstawowa różnica w stosunku do pierwszego modelu to realizacja większości zadań przypisanych tam podmiotowi dominującemu przez specjalnie powołaną spółkę operacyjną outsourcingową. Nie realizuje ona jednak wszystkich zadań przypisanych w poprzednim modelu podmiotowi dominującemu, a tylko te, które nie są związane z wnoszeniem w jakikolwiek sposób wkładów własnych, angażowaniem się kapitałowym i organizacją zabezpieczeń w imieniu spółek celowych. Jest tak dlatego, że są to spółki zakładane na bardzo małym kapitale, nieposiadające aktywów, dysponujące jedynie know-how i zasobami ludzkimi.

Zaletą tego modelu jest częstsze dostrzeganie ryzyk podatkowych i formalizowanie świadczenia usług.

Wadą natomiast jest dodatkowa komplikacja struktur organizacji. Pojawia się kolejny podmiot w strukturze.

### **Zastosowanie jednego z opisanych modeli na przykładzie Funduszu Inwestycyjnego Nieruchomości (FIN)**

Polskie prawo definiuje fundusz inwestycyjny jako osobę prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych, zebranych w określony w ustawie sposób, w określone w prawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe<sup>8</sup>.

Zgodnie z definicją, fundusz inwestycyjny jest w ujęciu finansowym początkowo niczym innym, jak wyodrębnioną pulą środków pieniężnych, która może być zamieniana na wskazane w przepisach aktywa. Pojawia się więc pytanie, kto decyduje o losach tych środków pieniężnych i technicznie dokonuje statutowych operacji funduszu. Ustawa odpowiedzialnym za zarządzanie funduszem i reprezentowanie wobec osób trzecich odpowiedzialnym czyni jedyny podmiot, który może tworzyć fundusze inwestycyjne w Polsce, a więc towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI). Towarzystwo zgodnie z prawem jest organem funduszu inwestycyjnego i może tworzyć oraz zarządzać jednocześnie wieloma funduszami inwestycyjnymi<sup>9</sup>. Fundusz nie jest jednak zależny ani od TFI, ani od inwestorów, od których zbierze środki na inwestycje w cele wskazane w obowiązujących przepisach prawa<sup>10</sup>.

Fundusze inwestycyjne mogą również budować swoją strategię inwestycyjną w oparciu o inwestycje w nieruchomości pośrednio lub bezpośrednio. Bezpośrednie inwestycje

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004, nr 146, poz. 1546, z późn. zm.).

<sup>9</sup> *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, red. E. Siemińska, Poltext, Warszawa 2011, s. 112.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 113.

w nieruchomości to bezpośredni ich zakup i uzyskiwanie z nich pożytków lub spekulacyjne liczenie na wzrost wartości, natomiast pośrednie to inwestowanie w nieruchomości poprzez spółki SPV zgodnie z modelem *Project finance* lub inwestowanie w papiery wartościowe, np. obligacje emitowane przez spółki działające operacyjnie na rynku nieruchomości oraz jako połączenie *Project finance* i inwestycji w papiery wartościowe emitowane przez tego typu spółki.

Przedmiotem niniejszego artykułu są fundusze, które statutowo inwestują w nieruchomości poprzez SPV powołane dla konkretnych projektów deweloperskich.

Na polskim rynku działa kilkanaście funduszy inwestycyjnych (FI) stosujących *Project finance* w realizacji swojej strategii inwestycyjnej. W związku z tym, że dywersyfikacja wartościowo portfela aktywów, w które FI inwestuje musi odpowiadać współczynnikowi 25%<sup>11</sup>, a to oznacza, że zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych wartość jednego aktywu (jednej spółki celowej) nie może przekraczać 25% wartości wszystkich aktywów FI. FI realizujący omawianą strategię inwestowania poprzez SPV na rynku nieruchomości musi więc mieć w portfelu co najmniej 4 takie spółki, a w praktyce minimum 5 (prawdopodobieństwo posiadania 4 aktywów o równej wartości jest bliskie 0, natomiast w przypadku 5 wehikułów inwestycyjnych można już strukturę doprowadzić do zadanego poziomu, choć nadal nie jest to proste).

Przykłady omawianych funduszy to: Arka BZ WBK Funduszu Rynku Nieruchomości FIZ, Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ, ALFA Real Estate FIZAN, FIZ Sektora Nieruchomości 2, FIZAN RE I, Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ, Spatium Aktywów Niepublicznych II FIZ<sup>12</sup>. Na przykład Arka BZ WBK Rynku Nieruchomości FIZ według stanu na koniec czerwca 2010 roku zaangażowany był w 17 projektów<sup>13</sup>.

### **Organizacja zarządzania finansami na przykładzie funduszu inwestycyjnego zamkniętego FIZ o modelu inwestycyjnym opartym na SPV**

Poniżej opisano jeden z zaawansowanych sposobów funkcjonowania dużych struktur deweloperskich, które posiadają kontrolowane przez siebie TFI zarządzające FI, inwestującymi w wartościowe da nich projekty.

Proces lokowania kapitału w konkretny projekt składa się z następującej procedury:

1. Znajdując godny zainteresowania projekt inwestycyjny o charakterze deweloperskim FI zakłada spółkę celową (SPV), do której wnosi wkład własny w gotówce, za który SPV kupuje nieruchomość gruntową. Forma prawna spółki celowej to spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (sp. z o. o.), spółka komandytowa (SK) lub spółka komandytowo-akcyjna (SKA).

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 129.

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 137–138.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 142.

Początkowo były to tylko spółki z o. o., jednak od roku 2008 rośnie popularność spółek SK, a ostatnio SKA, co związane jest z tym, że SK i SKA nie są podatnikami podatków dochodowych (nie są bowiem ani osobami fizycznymi, ani prawnymi, a tylko takie są w Polsce podatnikami podatków dochodowych). Podatnikiem z tytułu zysku osiągniętego przez SK i SKA są odpowiednio wspólnik lub akcjonariusz i jeżeli udziałowcem bądź akcjonariuszem będzie FI, który jest podmiotowo zwolniony z opodatkowania podatkiem dochodowym<sup>14</sup>, to cała struktura nie będzie płaciła podatku dochodowego od osiągniętych dochodów. Struktura więc z użyciem SK i SKA czyni taki wehikuł inwestycyjny praktycznie wolnym od podatku dochodowego, co pozwala znacznie poprawić przepływy w wysokomarżowych projektach, jakimi często są projekty deweloperskie.

2. SPV zaciąga kredyt inwestycyjny w banku lub emituje obligacje, które nabywa FI lub inne podmioty i w ten sposób finansuje realizację projektu.
3. W przypadku stosowania jako SPV spółek SK lub SKA, strukturę dodatkowo komplikuje tworzenie dodatkowych spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, których jedyną rolą jest bycie komplementariuszem w SK lub SKA. Jest to związane z faktem, że odpowiedzialność za zobowiązania SK i SKA ponosi właśnie komplementariusz, a jednym z powodów działania inwestycyjnego w formie SPV jest kumulacja ryzyka tylko w SPV. Komplementariusz jest również zarządem SK lub SKA i reprezentuje prawnie te formy spółek. W praktyce więc oświadczenia woli SK i SKA składa zarząd komplementariusza. Zarząd każdego z komplementariuszy jest tzw. zarządem eksperckim od operacyjnej działalności spółki i składa się dwóch osób: wskazanego przez dewelopera *Project managera* oraz inżyniera z uprawnieniami budowlanymi adekwatnymi do rodzaju inwestycji. Osoby te operacyjnie zarządzają SPV.

Dla strategicznego zarządzania finansami wszystkich projektów i tworzenia polityki finansowej dewelopera w oparciu o TFI, deweloper tworzy dwie spółki operacyjne w formie prawnej spółek z ograniczoną odpowiedzialnością. Jedna z tych spółek powołana jest do obsługi technicznej w zakresie sprawozdawczości i prowadzenia ksiąg SPV oraz wykonywania płatności. Druga natomiast realizuje politykę planowania przepływów całej struktury, skonsolidowanego raportowania zarządczego oraz tworzy rekomendacje dla zarządów komplementariuszy oraz TFI co do podejmowania decyzji odnośnie działań SPV. Spółki celowe mają stosowne umowy z wynagrodzeniem na warunkach rynkowych z SPV i komplementariuszami, obwarowane umowami o poufności. Skład osobowy zarządu tych spółek o charakterze *outsourcingowym* to część osób zarządzających organizacją deweloperską lub zaufane dla dewelopera osoby.

---

<sup>14</sup> Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (DzU 2000, nr 54, poz. 654 z późn. zm.).

## Literatura

- Damodaran A.: *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Dąbrowski M., Kirejczyk K.: *Inwestycje deweloperskie*, Twigger, Warszawa 2001.
- Kędzierska-Klukowska J.: *Project finance w inwestycjach deweloperskich*, [w:] *Finansowanie działalności deweloperskiej. Aspekty praktyczne*, red. M. Bryx, Z. Krysiak, Związek Banków Polskich, Warszawa 2006.
- Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2011.
- Stabryła A.: *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (DzU 2000, nr 54, poz. 654 z późn. zm.).

*mgr Piotr Mirowski*  
*SBP Sp. z o. o.*  
*ul. Przemysłowa 7*  
*32-050 Skawina*

## Streszczenie

Artykuł omawia dwa charakterystyczne, obecnie stosowane modele zarządzania finansami dużych związków gospodarczych, prowadzących działalność deweloperską. Rolą artykułu jest również przybliżenie coraz powszechniej stosowanego wykorzystania funduszy inwestycyjnych w inwestowaniu i działalności na rynku przekształcania deweloperskiego nieruchomości gruntowych, z uwzględnieniem modelu organizacji zarządzania finansami w tego typu strukturach. Opracowanie wskazuje również na rolę i cele zarządzania finansami w dużych strukturach gospodarczych oraz na zagrożenia podatkowo-prawne, związane ze wspólnym prowadzeniem procesu zarządzania finansami.

## ORGANIZATION OF FINANCIAL MANAGEMENT IN LARGE REAL ESTATE ORGANIZATIONS, WITH EMPHASIS ON POLISH INVESTMENT TRUST

### Summary

The article discusses two characteristic models of financial management presently applied in large economic associations conducting property activity. The role of the article is to show the increasingly more common use of investment funds in investment and activity on the real estate market, including the model of financial management used in structures of this type. The study also shows the role and aims of financial management in large economics structures, and the tax and legal risks associated with the conduct of a joint financial management process.

