

Fundusze REIT – doświadczenia światowe a rynek polski

Urszula Gieraltowska*

Streszczenie: *Cel* – zasadniczym celem artykułu jest prezentacja historii i zasad funkcjonowania funduszy REIT oraz ocena perspektyw wprowadzenia tego rozwiązania w Polsce.

Metodologia badania – w artykule opisano ponad pięćdziesiąt lat doświadczenia amerykańskiego rynku funduszy REIT i dokonano porównania ze słabiej rozwiniętym rynkiem europejskim. Zwrócono uwagę, że globalny rynek funduszy REIT stale się rozwija.

Wynik – fundusze REIT są bezpieczne, a ich atrakcyjność wynika przede wszystkim z dobrej dywersyfikacji geograficznej i sektorowej. Autorka podkreśla zalety funduszy REIT: niskie zróżnicowanie w dłuższym horyzoncie czasu, wysoką płynność, niską korelację z innymi aktywami. Jak dotąd, Polska nie uczestniczy w rozwoju europejskiego rynku funduszy REIT. Jednak doświadczenia krajów mogą i powinny być wykorzystane przez Polskę. Autorka przekonuje, że funkcjonowanie funduszy REIT w Polsce miałby pozytywny wpływ na rozwój polskiego rynku nieruchomości, jednak konieczne jest stworzenie odpowiednich przepisów prawnych dotyczących funkcjonowania tych funduszy w Polsce.

Oryginalność/Wartość – artykuł stanowi wkład do badań i debaty na temat możliwości wprowadzenia REIT w Polsce.

Słowa kluczowe: fundusze REIT, rynek nieruchomości, fundusz inwestycyjny, inwestycje pośrednie

Wprowadzenie

W praktyce gospodarczej na rynku nieruchomości możliwe są inwestycje bezpośrednie w nieruchomości lub pośrednie w instrumenty finansowe rynku nieruchomości. Inwestycje bezpośrednie to inwestycje rzeczowe, które oznaczają zakup faktycznie istniejącej nieruchomości mieszkaniowej, gruntowej, rekreacyjnej czy przemysłowej. Nieruchomości mogą stanowić źródło dochodu w postaci czynszu i dochodów pozaczynszowych (oraz dochód w momencie sprzedaży), chronią kapitał przed inflacją w długim okresie, mogą również stanowić podstawę zabezpieczenia kredytu. Jednak tego rodzaju inwestycje mają charakter długoterminowy, charakteryzują się dużo mniejszą płynnością i zbywalnością w przeciwieństwie do inwestycji finansowych.

Alternatywą dla inwestora indywidualnego, który nie chce dokonywać inwestycji rzeczowych, jest inwestowanie pośrednie, które może być realizowane poprzez nabycie udziałów

* dr Urszula Gieraltowska, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Finansów, Katedra Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych, e-mail: urszula.gieraltowska@wneiz.pl

lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości lub których aktywa w większości stanowią nieruchomości, nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych (inwestujących w nieruchomości) czy zakup papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności zabezpieczonych hipoteką (Kucharska-Stasiak, 2006, s. 190). Należy jednak pamiętać, że stopa zwrotu w takim przypadku nie zależy jedynie od konkretnej nieruchomości, ale również od warunków i sytuacji panujących na rynku nieruchomości i rynku papierów wartościowych (Ball, Lizieri, MacGregor, 1998).

W przypadku spółek giełdowych rynku nieruchomości inwestor może inwestować w spółki deweloperskie oraz w spółki działające na polskim i światowym rynku budownictwa. Zyskowość tego typu inwestycji uzależniona jest od koniunktury na krajowym i światowym rynku papierów wartościowych, jakości zarządzania, obranej strategii, a pośrednio od sytuacji na rynku nieruchomości oraz cen materiałów i usług budowlanych. Drugą grupą inwestycji pośrednich są inwestycje w fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości. Ten obszar inwestycji alternatywnych jest jeszcze dość młody, ponieważ funkcjonuje w Polsce od 2004 roku. Wartość aktywów na koniec grudnia 2016 roku wynosiła 2265 mln zł, co stanowiło zaledwie 0,87% polskiego rynku funduszy inwestycyjnych (ich aktywa sięgają kwoty 258 922 mln zł). Fundusze rynku nieruchomości stanowią propozycję dla osób cierpliwych, posiadających większe zasoby wolnej gotówki, które oczekują względnego bezpieczeństwa i dywersyfikacji dla swoich aktywów, jednak trudno ocenić ich zyskowość ze względu na ich bardzo krótką historię i niewielką dynamikę (Gierałtowska, 2010). Rynek ten charakteryzuje się mniejszą konkurencyjnością oferowanych produktów niż rynek światowy.

Na rozwiniętych rynkach nieruchomości znane są różne formy inwestowania. Przykładem mogą być fundusze REIT (Real Estate Investment Trust), które działając w formie spółek akcyjnych, odznaczają się dużą wszechstronnością inwestycyjną i pozwalają na lokowanie kapitału w sektorze nieruchomości zarówno inwestorom instytucjonalnym, jak i indywidualnym. Fundusze tego typu cieszą się bardzo dużym zainteresowaniem ze strony inwestorów, jednak obecnie nie są w pełni dostępne na rynku polskim. W Polsce brakuje elementarnej wiedzy społeczeństwa na temat takich form inwestowania, co nie sprzyja rozwojowi rynku, a przecież każdego roku blisko 90% środków inwestowanych na polskim rynku nieruchomości pochodzi m.in. z amerykańskich i niemieckich funduszy emerytalnych inwestujących za pośrednictwem funduszy REIT (szacunki firmy Knight Frank).

W Polsce nie funkcjonują jeszcze ramy prawne dla działalności funduszy REIT, jednak zarówno GPW w Warszawie, jak i ustawodawca dostrzegł w ostatnim czasie potencjał tego typu funduszy i podjęto prace nad wdrożeniem do polskiego prawodawstwa odpowiednich dyrektyw Parlamentu Europejskiego oraz dokonano nowelizacji *Ustawy o funduszach inwestycyjnych* z 2004 roku. Utworzenie polskich funduszy REIT umożliwi rozwój polskich inwestorów nieruchomościowych i da impuls do rozwoju całego rynku nieruchomości. Celem artykułu jest przybliżenie istoty funduszy REIT, ich charakterystyka na rynku światowym oraz uwarunkowania inwestycji na rynku polskim.

1. Geneza funduszy REIT

Kolebką funduszy inwestycyjnych REIT jest rynek amerykański. To tam w 1893 roku powstał pierwszy fundusz The Boston Personal Property Trust, który może nie był *sensu stricto* funduszem REIT, ale korzystał z uregulowań prawnych, które zwalniały go z płacenia podatków federalnych, pozwalały na pozyskanie środków na budowę miast, a jednocześnie pozwalały na wypłatę rocznych dywidend. Jednak rozkwit funduszy REIT miał miejsce dopiero w latach sześćdziesiątych XX wieku. W 1960 roku Kongres Amerykański wprowadził ustawę REIT Act, która regulowała możliwości inwestycyjne na rynku nieruchomości, zwłaszcza w odniesieniu dla mniejszych inwestorów¹. Fundusz mógł skorzystać z niższych podatków, jeżeli spełniał warunki (Chan, Erickson, Wang, 2003, s. 16):

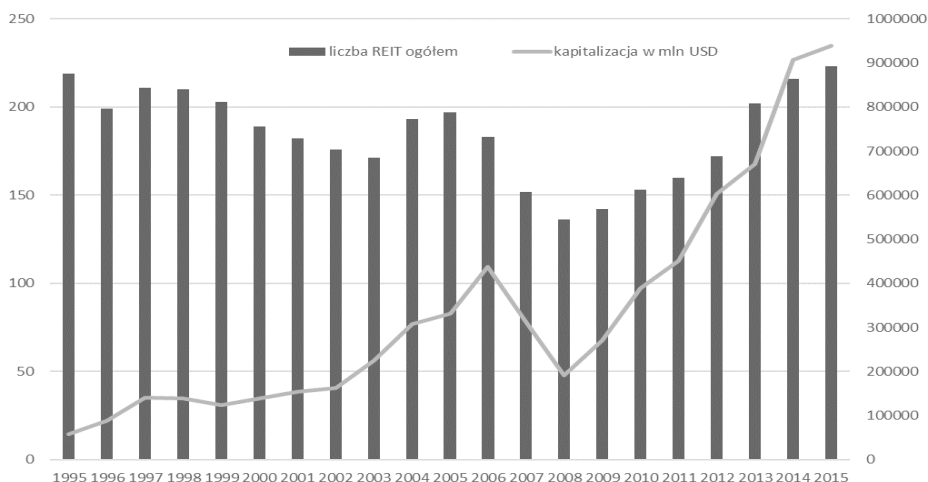
- wypłacał corocznie minimum 90% dochodów w formie dywidendy,
- posiadał minimum 100 udziałowców, z czego nie więcej niż pięciu mogło posiadać nie więcej niż 50% wszystkich udziałów,
- inwestował pasywnie,
- uzyskiwał minimum 75% przychodów z wynajmu nieruchomości lub zysków z jej sprzedaży,
- posiadał nie mniej niż 75% aktywów w nieruchomościach, kredytach hipotecznych, gotówce lub obligacjach skarbowych.

Na skutek funkcjonowania nowych regulacji na rynku amerykańskim zaczęły pojawiać się pierwsze fundusze typu REIT: Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate (obecnie Winthrop Realty Trust), Pennsylvania REIT oraz Washington REIT. Wiele z nich funkcjonuje do dziś obok 191 funduszy, które są obecnie w obrocie na New York Stock Exchange.

Kryzys gospodarczy w latach siedemdziesiątych i będąca jego następstwem recesja w latach osiemdziesiątych doprowadziły do spadku wyników inwestycyjnych funduszy REIT. Skutkowało to zmianami w prawodawstwie², które miały wpływ na rosnącą atrakcyjność funduszy REIT wśród inwestorów, co znajdowało odzwierciedlenie w ich zyskowności (wartość kapitalizacji funduszy w ciągu dziesięciu ostatnich lat wzrosła trzykrotnie). Choć spodziewano się, że podobna sytuacja będzie w następstwie kryzysu z lat 2007–2008, jednak i w tym przypadku fundusze REIT przetrwały i po krótkotrwałym załamaniu powróciły na ścieżkę wzrostu (zob. rys. 1, rys. 2).

¹ Informacje zebrane przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (www.izfa.pl).

² Powołano wówczas międzynarodowe stowarzyszenie zrzeszające i reprezentujące fundusze REIT i inne spółki nieruchomościowe – NAREIT (the National Association of Real Estate Investment Trusts).



Rysunek 1. Wartość kapitalizacji (w mln USD) oraz liczba funduszy REIT w USA w latach 1995–2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NAREIT (REIT Watch, 2016).

Amerykański wzorzec REIT był i wciąż pozostaje główną inspiracją rozwoju i kształtowania prawodawstwa w najbardziej rozwiniętych gospodarczo państwach świata. Na rozwój REIT w poszczególnych krajach wpływ miały nie tylko warunki globalne, lecz także uwarunkowania lokalne. Za prekursora na rynku europejskim uważana jest Holandia, która już w 1970 roku przyjęła ustawy, które umożliwiły funkcjonowanie funduszy REIT (Mazurczak, 2013). W ślad za nią podążyły Belgia (1995), Austria (2003), Francja (2003), Wielka Brytania (2007) i Niemcy (2007)³. Niestety, brak jest jednolitego prawodawstwa, które umożliwiałoby tworzenie i funkcjonowanie funduszy na całym obszarze Europy, jednak nie ogranicza to możliwości rozwoju tego instrumentu.

Równie silny jak rynek europejski jest rynek azjatycki, choć historia funkcjonowania rynku jest bardzo krótka. Pierwsze fundusze pojawiły się w Singapurze (1999), Japonii (2000), Korei Południowej (2001) i Hongkongu (2003). Obecnie rynek japoński jest trzecim pod względem wielkości rynkiem funduszy REIT na świecie, przy czym jego wartość rynkowa jest ponad dziewięciokrotnie niższa niż rynku amerykańskiego. Rozwojowi rynku funduszy REIT w Azji sprzyja przede wszystkim duży udział krajów azjatyckich w światowym rynku nieruchomości.

Drugim co do wielkości rynkiem jest rynek australijski. Fundusze REIT pojawiły się tam już w 1971 roku. Jest to zatem jeden z najstarszych i najbardziej dojrzałych rynków REIT na świecie (Mizerski, 2016, s. 242). Ponad połowa australijskich nieruchomości klasy

³ Powołano wówczas międzynarodowe stowarzyszenie zrzeszające i reprezentujące fundusze REIT i inne spółki nieruchomościowe – NAREIT (the National Association of Real Estate Investment Trusts).

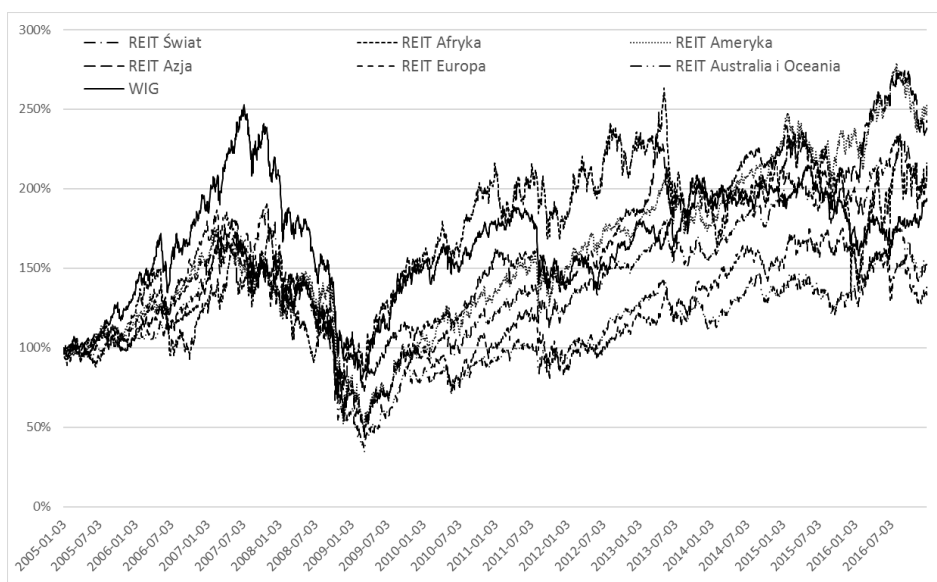
inwestycyjnej jest w posiadaniu funduszy REIT, co stanowi najwyższy taki wskaźnik na świecie. W przypadku Australii można zauważyć, że kraj ten praktycznie jest odporny na wstrząsy na rynkach światowych. Z powodu ostatniego kryzysu gospodarka nieco spowolniła, ale na skutek działań stymulacyjnych podjętych przez rząd dość szybko powróciła do dobrej koniunktury.

Tabela 1

Stopy zwrotu funduszy REIT w ujęciu geograficznym

Stopa zwrotu (%)	Grudzień 2016	1-rocza	3-letnia	5-letnia	10-letnia	20-letnia
Global Real Estate	3,6	8,1	16,7	15,0	4,5	8,4
Globalne akcje (FTSE)	2,7	9,9	7,2	12,6	5,0	6,7
Globalne obligacje (JP Morgan)	0,1	2,9	4,2	3,2	4,0	4,6
Europe Real Estate	5,1	-4,5	12,6	15,3	0,3	8,5
Asia Real Estate	-0,4	9,3	8,8	13,0	3,3	5,8
North America Real Estate	5,2	11,4	22,6	15,8	7,0	10,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EPRA (2016).



Rysunek 2. Stopy zwrotu funduszy REIT oraz indeksu WIG w latach 2005–2015 (okres bazowy: styczeń 1995)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Global Property Research (2016).

Cechą charakterystyczną globalnego rynku funduszy REIT jest silne zróżnicowanie geograficzne. Obecnie na świecie jest ponad 40 krajów, w których funkcjonują fundusze REIT, lecz należy pamiętać, że tempo rozwoju poszczególnych rynków jest zróżnicowane. Jak już wcześniej podkreślano, największy jest rynek amerykański (ponad 70%), a w dalszej kolejności rynek europejski i azjatycki (po ponad 10%). Jak wynika z tabeli 1, zróżnicowane są również osiągnięte stopy zwrotu – w długim horyzoncie czasu najlepiej inwestować na rynku amerykańskim, jednak w średnim horyzoncie czasu lepiej zachowywały się fundusze na rynku europejskim i azjatyckim. Rozprzestrzenia się funduszy REIT na świecie podniosło świadomość i zainteresowanie zbiorowymi formami inwestowania na rynku nieruchomości. Ich atrakcyjność wynika przede wszystkim z dobrej dywersyfikacji geograficznej i sektorowej.

Analizując rysunek 2, można zauważyć, że większość funduszy REIT zanotowało bardzo silne spadki podczas kryzysu z lat 2007–2008, jednak w większości przypadków odbicie nastąpiło bardzo szybko i już pod koniec 2014 roku fundusze wróciły do poziomu sprzed kryzysu. Odnosząc się do 2005 roku, można podać, że obecnie (koniec 2016) najwyższe stopy zwrotu osiągają fundusze REIT zlokalizowane w Ameryce i w Azji (wzrost odpowiednio o 153% i 143%), podczas gdy najslabsze wyniki notują fundusze zlokalizowane w Europie (38%) i Australii i Oceanii (55%). W ujęciu globalnym fundusze REIT w ciągu ostatnich jedenastu lat zyskały 112%. Natomiast w odniesieniu do początku 2009 roku, który można przyjąć za moment wychodzenia z globalnego kryzysu, fundusze REIT zyskały dużo więcej, ponieważ w ujęciu globalnym stopy wzrosły o 178%, a najbardziej było to widoczne w odniesieniu do REIT amerykańskich, które zyskały blisko 210%. Dla porównania z funduszami zestawiono indeks WIG będący barometrem koniunktury polskiego rynku kapitałowego – o ile w ujęciu całościowym indeks zyskał blisko 94%, o tyle długo jeszcze nie osiągnie poziomu z okresu hossy.

2. Fundusze REIT jako forma inwestycji

Jak już wcześniej wspomniano, REIT jest to fundusz zarabiający na szeroko rozumianych inwestycjach w nieruchomości. W większości przypadków występują w formie spółek, ale niekiedy funkcjonują w formie otwartych lub zamkniętych funduszy inwestycyjnych bez odrębnej osobowości prawnej. Fundusze te charakteryzuje duża wszechstronność inwestycyjna i brak ograniczeń podmiotowych przy konstruowaniu portfeli. Najczęściej są to inwestycje w obiekty komercyjne: biurowce, galerie handlowe, powierzchnie magazynowe, hotele, szpitale, centra logistyczne, kompleksy rekreacyjne itp., połączone z procesem zarządzania nimi, rzadziej powierzchnie mieszkalne pod wynajem czy lasy. Przychody pochodzące z najmu wracają do inwestorów w postaci dywidendy, na którą przeznaczanych jest nie mniej niż 80–90% osiągniętych zysków. Według badań amerykańskich im bardziej zróżnicowany jest portfel inwestycyjny, tym lepsze wyniki osiąga fundusz (Anderson, Benefield, Hurst, 2015).

Fundusz nieruchomości pozyskuje kapitał zarówno od inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, jak również od firm ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy

hedgingowych oraz firm rynku nieruchomości. Inwestując na rynku nieruchomości, fundusze muszą spełniać określone kryteria: odpowiednia dywersyfikacja i alokacja aktywów, ograniczone źródła dochodów i nieograniczona zbywalność akcji. Ramy prawne regulujące powyższe kwestie zależą oczywiście od przyjętych regulacji i mogą się nieznacznie różnić. Mimo różnic między funduszami można wyodrębnić wspólne zalety inwestowania w tego typu instrumenty (Frączek, 2013, s. 74):

- wysoki stopień wypłacanych dywidend;
- płynność – zwłaszcza w przypadku akcji emitowanych przez spółki na rynkach regulowanych;
- profesjonalne zarządzanie, dodatkowo inwestor jest zwolniony z obowiązku zarządzania nieruchomością w trakcie jej eksploatacji;
- transparentność działania (wg standardów sprawozdawczości finansowej, co znacznie zwiększa poziom ochrony inwestorów);
- korzyści podatkowe (fundusze REIT są zwolnione z podatku dochodowego pod warunkiem wypłaty zysku w formie dywidendy);
- rentowność (zob. tabela 2) – zapewniają zazwyczaj wyższe w stosunku do akcji i obligacji długookresowe stopy zwrotu, co świadczy o atrakcyjności funduszy REITs i ich konkurencyjności zwłaszcza w długim horyzoncie czasu;
- prosty schemat działalności – są źródłem długoterminowych, regularnych i pewnych przychodów z czynszu;
- niskie koszty transakcyjne;
- niewielkie wymagania kapitałowe;
- nie ma narzuconego okresu zamknięcia;
- brak barier wejścia/wyjścia.

Reasumując, można stwierdzić, że fundusze REIT dają inwestorom możliwość korzystania z zalet nieruchomości jako przedmiotu inwestycji, a jednocześnie płynność charakterystyczną dla rynku akcji i obligacji.

Ze względu na przedmiot inwestowania wyróżnia się trzy rodzaje funduszy⁴:

- fundusze kapitałowe (Equity REIT) – w zasadniczej części są właścicielem i podmiotem zarządzającym nieruchomościami. Portfel budują na podstawie różnego typu nieruchomości. Choć początkowo, z uwagi na ograniczenia prawne, nie były to popularne fundusze, w ostatnich latach ich rola jest znacząca – według stanu na koniec 2016 roku, stanowiły 81,6% funduszy REIT w USA (w ostatnim dwudziestolecu ich udział wahał się od 75,4% do 84,7%);
- fundusze hipoteczne (Mortgage REIT) – inwestują w dłużne instrumenty hipoteczne zajmujące się operacjami finansowymi na rynku nieruchomości, polegającymi w głównej mierze na udzielaniu pożyczek i kredytów hipotecznych. Według stanu na koniec 2016 roku ich udział wynosił 18,4% (wcześniej wahał się od 10,1% do 20,8%);
- fundusze mieszane (Hybrid REIT) – łączące powyższe formy działalności (od 2009 roku nie istnieje w USA żaden fundusz mający taką konstrukcję).

⁴ Opracowanie na podstawie danych NAREIT.

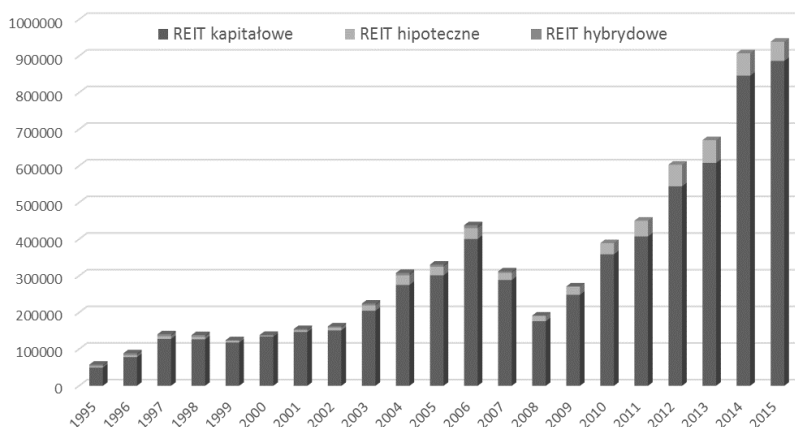
Tabela 2

Porównanie stóp zwrotu (%) wybranych indeksów giełdowych

1	FTSE NAREIT		S&P 500	Russell 2000	NASDAQ Composite	Dow Jones Industrial Average
	wszystkie	kapitałowe				
2	3	4	5	6	7	
2016	4,88	3,99	9,79	18,00	7,59	12,62
1 rok	6,13	5,35	8,06	12,08	5,53	10,91
3 lata	11,21	11,25	9,07	6,45	10,78	8,62
5 lat	12,08	12,05	14,45	13,98	16,67	12,51
10 lat	4,14	4,44	6,89	6,81	9,31	7,38
20 lat	9,43	9,97	7,47	8,24	7,33	7,97
30 lat	8,89	10,11	9,99	9,41	9,40	7,97
40 lat	11,28	12,91	11,17	—	10,70	7,80
1972–2016	9,65	11,94	10,34	—	8,82	7,07

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NAREIT (REIT Watch, 2016).

Kapitalizację funduszy generują w znacznym stopniu fundusze kapitałowe (rys. 3) – w minionych latach było to ponad 90% udziału, a w 2015 roku – 94,4% (kapitalizacja na poziomie 886 487,5 mln USD). W literaturze przedmiotu istnieje również podział funduszy ze względu na kryterium dostępności dla inwestorów. Wyróżniamy fundusze publiczne, niepubliczne i prywatne.

**Rysunek 3.** Kapitalizacja (w mln USD) poszczególnych rodzajów REITs w USA w latach 1995–2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NAREIT (REIT Watch, 2016).

3. Perspektywy wprowadzenia REIT w Polsce

Na podstawie doświadczeń USA czy krajów europejskich można wskazać potrzebę funkcjonowania funduszy REIT w Polsce. Niestety, do tej pory nie udało się przygotować podstaw legislacyjnych, podatkowych i organizacyjnych, które pozwoliłyby na wprowadzenie funduszy w Polsce. Znowelizowana w 2016 roku *Ustawa o funduszach inwestycyjnych* jest zgodna z pakietem dyrektyw Unii Europejskiej (UCITS), ale nie daje możliwości funkcjonowania funduszy REIT. W ostatnich latach wiele zmieniło się na rynku kapitałowym i rynku nieruchomości – przede wszystkim jednak wzrosła świadomość inwestorów, którzy poszukują bezpiecznych instrumentów będących polisą ubezpieczeniową chroniącą przed zawirowaniami gospodarczymi, a jednocześnie charakteryzujących się relatywnie wysoką stopą zwrotu. Wprowadzenie koncepcji REIT da inwestorom możliwość poszerzenia portfela o atrakcyjne instrumenty dające zysk w długim terminie, a dla fiskusa szansę na dochody z opodatkowania inwestycji w większym stopniu niż obecnie, kiedy rynek nieruchomości komercyjnych jest zdominowany przez podmioty zagraniczne. Wprowadzenie sprawdzonej na świecie pośredniej formy inwestowania w nieruchomości z jednej strony zwiększy zaangażowanie polskiego kapitału na krajowym rynku inwestycji w nieruchomości, a jednocześnie przyczyni się do rozwoju polskich firm deweloperskich i inwestycyjnych. Aby jednak polski rynek nieruchomości mógł konkurować z zagranicznymi instrumentami, warunkiem koniecznym jest implementacja obowiązujących przepisów i stworzenie spółkom dogodnych korzyści podatkowych.

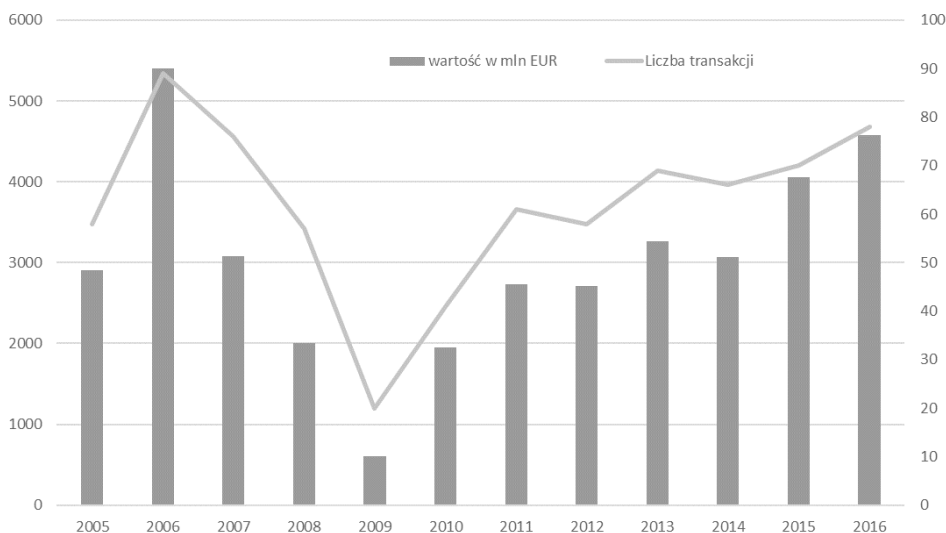
Ustawodawca w ostatnim czasie dostrzegł potencjał funduszy REIT, ponieważ rozpoczęto prace nad ustawą dającą możliwość tworzenia REIT w postaci spółek akcyjnych, które będą notowane na GPW w Warszawie. Katalizatorem zmian była Giełda Papierów Wartościowych, która w funduszach REIT dopatruje się możliwości zwiększenia płynności giełdy, ale także elementu budowy i umacniania polskiego kapitału. Pod koniec 2016 roku Ministerstwo Finansów opublikowało projekt ustawy określający zasady funkcjonowania spółek rynku wynajmu nieruchomości (SRWN), który trafił do konsultacji społecznych.

Według projektu fundusze REIT mają być spółkami najmu nieruchomości komercyjnych działających wyłącznie na terenie Polski – minimum 70% aktywów takiego funduszu mają stanowić nieruchomości (biurowce, obiekty handlowe, magazyny, z wyłączeniem budynków i lokali mieszkalnych oraz gruntów). Będą zobowiązane do regularnego wypłacania dywidendy na poziomie co najmniej 80% zysku. SRWN mają być polskim rezydentem podatkowym, a to oznacza, że zasilą budżet państwa wpływami w postaci opodatkowania dywidend. Zwolnione z opodatkowania mają być dochody z najmu nieruchomości lub ich części, odpłatnego zbycia nieruchomości oraz zbycia udziału w spółkach zależnych.

W 2016 roku jako pierwszy polski REIT (quasi-REIT – instrument hybrydowy) zaistnieć miał fundusz Reino Dywidenda Plus, który miał inwestować wyłącznie w istniejące i w pełni wynajęte nieruchomości komercyjne, głównie biurowce o najwyższym międzynarodowym standardzie. Statut spółki zakładał coroczną wypłatę nie mniej niż 90% zysku. Jednak pod koniec roku poinformowano o odstąpieniu od przeprowadzenia publicznej oferty. Głównym

powodem była sytuacja na rynku finansowym oraz niepewność związana z planowanymi regulacjami prawnymi.

Niemniej należy zauważyć, że polski rynek jest jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się rynków Europy Środkowo-Wschodniej. Dla rynku nieruchomości komercyjnych rok 2016 był rekordowy – całkowity wolumen inwestycji był na poziomie ponad 4,5 mld euro, co stanowi najwyższą wartość od czasu ostatniego kryzysu finansowego (rys. 4). Największy udział miał sektor handlowy (43%) i sektor biurowy (40%).

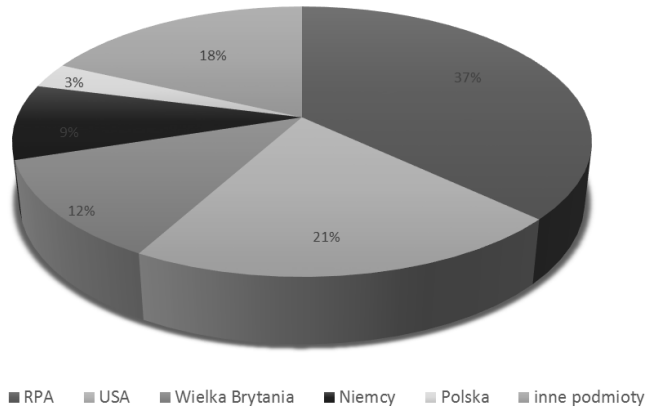


Rysunek 4. Wolumen inwestycji (w mln EUR) i liczba transakcji na polskim rynku nieruchomości komercyjnych w latach 2005–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ReNews.pl (2016).

Obecnie polski rynek nieruchomości to rynek kapitału zagranicznego, który płaci podatki poza granicami kraju. W Polsce inwestują fundusze REIT, które są notowane m.in. na giełdach europejskich i amerykańskich. Za inwestycje w 2016 roku odpowiedzialny był w około 97% kapitał zagraniczny, przede wszystkim z RPA, następnie Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Niemiec (rys. 5).

Właścicielami największych galerii handlowych są m.in. Unibail-Rodamco, Union Investment, Deutsche Asset & Wealth Management, TPG Real Estate. Jedną z największych inwestycji o wartości na poziomie 362 mln euro dokonał jeden z największych funduszy REIT w RPA – Redefine Properties, który dokonał zakupu 75% udziałów w spółce kontrolującej wszystkie aktywa komercyjnej grupy Echo Investment (10 obiektów handlowych i 6 obiektów biurowych). Właścicielami biurowców są m.in. TPG Real Estate, REINO Partners, a obiektów logistycznych – Segro, Hines Global REIT czy GLL Real Estate Partners.



Rysunek 5. Pochodzenie inwestorów na polskim rynku nieruchomości komercyjnych (stan na grudzień 2016)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ReNews.pl (2016).

Polski rynek nieruchomości jest bardzo atrakcyjny dla zagranicznych inwestorów mimo niepewnej sytuacji polityczno-prawnej. Zatem można twierdzić, że zmiany w prawodawstwie, które pozwolą na tworzenie polskich funduszy REIT, przyczynią się do rozwoju polskich inwestorów nieruchomościowych i wpłyną na dalszy rozwój polskiego rynku nieruchomości, ponieważ w wielu przypadkach wartości nieruchomości nie osiągnęły jeszcze europejskiego poziomu.

Uwagi końcowe

Nieruchomości są trzecią po obligacjach i akcjach klasą aktywów, które ze względu na niską korelację z innymi aktywami i niskie ryzyko inwestycyjne cieszą się dużym zainteresowaniem wśród inwestorów. Jednak należy pamiętać, że rynek nieruchomości poddaje się wielu czynnikom, przez co inwestowanie na nim nie jest tak proste, jak mogłoby się wydawać. Prostim i szybkim sposobem inwestowania na rynku nieruchomości jest inwestowanie pośrednie poprzez fundusze *real estate* działające na rynku. Tego typu inwestycje są dostępne dla większej części społeczeństwa, przede wszystkim z uwagi na niższą kapitałochłonność. Dzięki inwestowaniu pośredniemu inwestor indywidualny może partycypować w korzyściach płynących z rynku nieruchomości, zwłaszcza nieruchomości komercyjnych, unikając jednocześnie barier towarzyszących bezpośredniemu inwestowaniu w ramach tego rynku.

W Polsce nie wykorzystuje się sprawdzonych na świecie struktur inwestycyjnych na rynku nieruchomości, a w konsekwencji mechanizmy finansowania rynku nieruchomości są niedostosowane do tendencji zachodzących na rynku globalnym. W ciągu ostatnich ponad pięćdziesięciu lat fundusze REIT stały się jednym z najważniejszych segmentów rynku

inwestycyjnego w wielu regionach na świecie (głównie w USA). O ich rosnącym znaczeniu świadczy przede wszystkim bardzo silny wzrost kapitalizacji rynku w ostatnich latach. Niestety, w polskiej literaturze istnieje widoczna luka w pracach i badaniach poświęconych działalności funduszy REIT na rynkach światowych, możliwościom ich wprowadzenia na rynek polski oraz ewentualnym skutkom ich działalności w Polsce. Jednak należy podkreślić, że implementacja funduszy REIT powinna być w Polsce kwestią czasu, gdyż wynika to z konieczności dostosowywania się do globalnych trendów kształtujących zarówno rynek kapitałowy, jak i rynek nieruchomości.

Literatura

- Anderson, R.I., Benefield, J.D., Hurst, M.E. (2015). Property-type diversification and REIT performance: an analysis of operating performance and abnormal returns. *Journal of Economics and Finance*, 39, 48–74.
- Ball, M., Lizieri, C., MacGregor, B.D. (1998). *The Economics of Commercial Property Markets*. London: Routledge.
- Chan, S.H., Erickson, J., Wang, K. (2003). *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*. New York: Oxford University Press.
- EPRA (2016). *Annual Market Review*. December 2016. Pobrano z: www.epra.com/media/EPRA_Annual_Market_Review_December_2016_1483375747211.pdf.
- Frączek, B. (2013). Rozwój rynku funduszy typu REIT na świecie. *Studia Ekonomiczne*, 170, 69–80.
- Gierałtowska, U. (2010). Inwestycje na rynku nieruchomości w warunkach polskich. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 612. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 28, 343–356.
- Kucharska-Stasiak, E. (2006). *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Mazurczak, A. (2013). Wpływ kryzysu finansowego na działalność funduszy nieruchomości typu REIT w USA. *Studia Ekonomiczne*, 155, 69–81.
- Mizerski, G. (2016). *Real Estate Investments Trusts (REITs) – efektywne inwestowanie na rynku nieruchomości*. Warszawa: CeDeWu.
- REIT Watch (2016). *A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry*. December 2016. Pobrano z: www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW1612.pdf.

Źródła internetowe

- <http://www.izfa.pl>
<http://www.reit.com>
<http://www.globalpropertyresearch.com>
<http://www.epra.com>
<http://www.renews.pl>
<https://stooq.com>

REITs – WORLDWIDE AND POLISH EXPERIENCES

Abstract: *Purpose* – the main aim of this paper is to present the history and principles of operating REIT funds and predict perspective of implementing such solution in Poland.

Design/Methodology/approach – in the article describes over 50 years experience from American market and compares it to less developed European market. Global REITs market is constantly evolving.

Findings – REIT funds are the safe, well-diversified geographically and by sector real estate funds. Author emphasize the advantages REIT investment funds: low volatility over the long term, high liquidity, fixed income investments, low correlation with the stock market. So far, Poland is not involved in the development of the European REITs market. the experience of countries which have developed REITs could be used by Poland. Author convince it would have positive impact on growth of Polish real estate market, but it is necessary to create appropriate regulations for the functioning of these funds in Poland.

Originality/Value – the article constitutes a contribution to research and debate on the possibility of introducing REITs in Poland.

Keywords: REITs, real estate market, investment fund, indirect investments

Cytowanie

Gierałtowska, U. (2017). Fundusze REIT – doświadczenia światowe a rynek polski. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 435–447. DOI: 10.18276/frfu.2017.86-36.