

**Bożena Frączek**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# ROZWÓJ RYNKU FUNDUSZY TYPU REIT NA ŚWIECIE

## Wstęp

Inwestycje w nieruchomości stanowią szczególną formę alokacji kapitału. Wynika to z cech zarówno pozytywnych, jak i negatywnych, które są typowe dla tego rodzaju inwestycji. Mocną stroną nieruchomości jako przedmiotu inwestycji są: rzeczowa forma, możliwość ochrony kapitału przed inflacją, kilka źródeł dochodu. Za słabe strony uważa się konieczność dysponowania stosunkowo dużą wartością środków przeznaczonych na inwestycje, długoterminowy charakter inwestycji, dość niską płynność, ryzyko charakterystyczne dla tego rynku (waloru), obciążenia fiskalne, które obniżają efektywność inwestycji. Słabe strony inwestycji w nieruchomości mogą być sukcesywnie ograniczane, np. zainwestowany kapitał może zostać „odmrożony” w wyniku zaciągnięcia kredytu zabezpieczonego hipoteką. Ponadto istnieje możliwość zaangażowania mniejszych środków w związku z funkcjonowaniem funduszy specjalizujących się w inwestycjach na rynku nieruchomości. Fundusze inwestycyjne (w tym fundusze nieruchomości) oferują produkt zdywersyfikowany, a więc charakteryzujący się mniejszym ryzykiem inwestycyjnym, jednak jedną z wad inwestowania w nieruchomości za pośrednictwem innego podmiotu, np. spółki akcyjnej czy funduszu działających na rynku nieruchomości, jest wpływ płaconych podatków na wyniki finansowe akcjonariuszy lub uczestników funduszy. Fakt konieczności odprowadzenia podatku dochodowego zarówno przez podmioty prowadzące działalność na rynku nieruchomości, a także przez akcjonariuszy czy uczestników funduszy przekłada się na mniejszą atrakcyjność tego typu inwestycji i tym samym na mniejsze zainteresowanie nimi ze strony potencjalnych inwestorów.

Na świecie znane są różne formy inwestowania na rynku nieruchomości. Ich rozwój zmierza w kierunku nowoczesnych produktów umożliwiających osiąga-

nie satysfakcjonujących wyników inwestycyjnych, przy odpowiednim poziomie bezpieczeństwa oraz pozyskanie coraz większej grupy inwestorów (także tych o mniej zasobnym portfelu). Przykładem mogą być fundusze typu REIT (Real Estate Investment Trust), których specyfika umożliwia zachowanie dotychczasowych zalet inwestowania w nieruchomości, z jednoczesnym wykluczeniem wielu niedoskonałości tradycyjnych form inwestowania na tym rynku. Celem artykułu jest przedstawienie istoty funduszy typu REIT, wskazanie na ich podstawowe zalety oraz charakterystyka rozwoju od ich powstania na początku lat 60. ubiegłego stulecia.

## Geneza i rozwój REIT-ów

Pierwsze typowe fundusze inwestycyjne nieruchomości typu REIT powstały w USA. W 1960 r. Kongres USA stworzył US REIT w celu umożliwienia na większą skalę inwestycji w nieruchomości, które byłyby dostępne dla mniejszych inwestorów. W latach 1960-1961 w USA powstały pierwsze fundusze tego typu: Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate (aktualnie Winthrop Realty Trust), Pennsylvania REIT oraz Washington REIT, z których trzy ostatnie funkcjonują do teraz i są notowane na NYSE<sup>1</sup>. Należy jednak zaznaczyć, że nowo powstałe w USA REIT-y początkowo stanowiły niewielką i niezbyt znaczącą część amerykańskiego rynku nieruchomości, ale z czasem ich znaczenie na rynku nieruchomości zdecydowanie wzrosło. Sprzyjały temu kolejne zmiany przepisów prawnych regulujących działalność tego segmentu rynku finansowego<sup>2</sup>. Amerykańskie REIT-y są przedmiotem handlu na New York Stock Exchange (np. akcje HRE Properties) i American Stock Exchange (np. Washington REIT). Istnieje także możliwość ich nabywania i sprzedaży w obrocie pozagiełdowym (np. Price REIT).

Od czasu pojawienia się REIT-ów w USA wiele krajów na całym świecie wdrożyło system tych specyficznych funduszy nieruchomości. Poza USA najważniejsze i zarazem największe rynki REIT-ów są skupione w Australii i Japonii, a w Europie – w Wielkiej Brytanii. Na rozwój rynków REIT w poszczególnych regionach wpłynęły zarówno globalne tendencje, jak i lokalne warunki. Przyjmuje się, że globalne rozprzestrzenianie modelu REIT zostało zapoczątkowane w Holandii, gdzie w 1969 r. wprowadzono odpowiednie – pierwsze w Eu-

<sup>1</sup> Pierwszym REIT-em notowanym na giełdzie w czerwcu 1965 r. był Continental Mortgage Investors, <http://www.reit.com/timeline/timeline.php> (09.2012).

<sup>2</sup> Na przykład *Tax Reform Act* z 1986r. lub *REIT Modernization Act* z 1999 r.

ropie – ustawodawstwo umożliwiające funkcjonowanie tego typu funduszy. Rozwój REIT-ów w Europie był wspierany odpowiednim ustawodawstwem w Belgii (1990)<sup>3</sup>, Francji (2003), Wielkiej Brytanii (2006), Niemczech (2007) i innych krajach<sup>4</sup>. Regulacje prawne dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych (dyrektywa UCITS wraz z aktami wykonawczymi) regulują znaczną, chociaż nie całą część europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Do grupy funduszy, które nie są objęte tymi przepisami należą m.in. fundusze REIT. Skutkuje to brakiem jednolitych warunków tworzenia i funkcjonowania REIT-ów na terenie Europy, ale nie ogranicza rozwoju tego sektora. Samoistny proces rozwoju REIT-ów w Europie był i jest wspierany przez stowarzyszenia zrzeszające REIT (np. EPRA – European Public Real Estate Association). Z jednej strony struktury REIT-ów w poszczególnych europejskich krajach różnią się między sobą<sup>5</sup>, z drugiej strony można założyć wspólne zasady ich funkcjonowania<sup>6</sup>.

W Australii REIT-y zostały uruchomione w 1971 r. Już wówczas rynek australijski stał się drugim, najważniejszym po USA, rynkiem REIT na świecie. Początkowo (do końca lat 80. XX w.) sektor REIT w Australii był dosyć mały. Jego dynamiczny wzrost nastąpił po załamaniu się koniunktury na rynku nieruchomości na początku lat 90. XX w., do czego doprowadziła zbyt duża podaż nieruchomości na rynku. Wtedy też inwestorzy zaczęli się domagać wyższej płynności i dywersyfikacji ryzyka. Kryteria te spełniały REIT-y. Odpowiedzią na zaistniałą sytuację okazały się procesy konsolidacyjne na rynku REIT-ów, które nasiliły się w latach 2003-2004. Procesy fuzji i przejęć spowodowały zmniejszenie liczby REIT-ów, niemniej jednak stworzyły nowe i korzystniejsze warunki do powstawania nowych. REIT-y funkcjonujące w nowych strukturach podjęły intensywne próby dywersyfikacji strumieni dochodów. Rynek REIT-ów rozwijał się, a rozwojowi temu sprzyjała ogólna sytuacja na rynkach finansowych, która umożliwiała m.in. stosowanie coraz bardziej wyrafinowanych struktur dłużnych, finansujących działalność. Pogarszanie się sytuacji na rynkach finansowych w 2008 r. wpłynęło także niekorzystnie na rynek REIT-ów (np. dewaluacja aktywów, pogorszenie wskaźników zadłużenia). W latach 2009-2010 rozpoczęły się w tym

<sup>3</sup> <http://www.incomeinvesthome.com/growth/reit/sicafi/> (09.2012).

<sup>4</sup> F. Schindler, *Long-Term Benefits from Investing in International Securitized Real Estate*, "International Real Estate Review" 2011, Vol. 14, No. 1, p. 27-28.

<sup>5</sup> Na przykład w zakresie dopuszczalnej konstrukcji portfela nieruchomości.

<sup>6</sup> Na przykład posiadanie i wynajmowanie nieruchomości stanowi podstawową formę działalności REIT-ów, struktura podatkowa REIT-ów w każdym kraju jest transparentna, wymagany jest określony poziom wypłacanych dywidend, struktura jest zbliżona do funduszu zamkniętego, większość REIT-ów podlega wymogowi obowiązkowego notowania na giełdzie.

sektorze procesy restrukturyzacyjne (np. zarządzanie kilkoma funduszami było przekazane osobom trzecim).

Historia rynku REIT w Azji jest krótsza. Pierwsze azjatyckie REIT-y rozpoczęły działalność w Japonii w 2001 r., następnie w Singapurze w 2002 r. i Hongkongu w 2005 r.<sup>7</sup>. Rozwojowi rynku REIT-ów w Azji sprzyjała długa historia funkcjonowania różnych podmiotów powiązanych z rynkiem nieruchomości i wynikający z tego duży udział krajów azjatyckich w tym rynku. W połowie lat 90. Azja posiadała ponad 60% udziału w światowym regulowanym rynku nieruchomości. Spadek udziału w tym rynku przypadł na okres kryzysu azjatyckiego w latach 1997-1998 i gwałtowny wzrost rynku REIT w USA, w pierwszej połowie lat 90. XX w. Wprowadzenie przejrzystych podatkowo możliwości inwestycyjnych na rynku nieruchomości w Azji umożliwiło tworzenie nowych struktur na rynku nieruchomości.

W Kanadzie REIT-y zadebiutowały w 1993 r., ale ich ekspansja nastąpiła dopiero na przełomie XX i XXI w.

Aktualnie w około 40 krajach na całym świecie funkcjonują przepisy umożliwiające działalność REIT-ów.

Tabela 1

Ewolucja światowego rynku REIT

Lata 60. XX w.	Lata 70. XX w.	Lata 80. XX w.	Lata 90. XX w.	Lata 2000-2009	Lata 2010-2012 i przyszłość
USA Holandia	Australia		Kanada Belgia Turcja Nowa Zelandia	Japonia Korea Południowa Singapur Afryka Południowa Francja Grecja, Tajwan Brazylia Tajlandia Hongkong Bułgaria Malezja Izrael Niemcy Wielka Brytania Włochy	Meksyk, Filipiny Indie Chiny

Źródło: *Asia-Pacific REITs*, CFA Institute, luty 2011, p. 7.

<sup>7</sup> Stosowne przepisy umożliwiające funkcjonowanie REIT-ów w poszczególnych krajach były przygotowane wcześniej. Wskazane daty oznaczają powstanie i rozpoczęcie notowań pierwszych REIT-ów na giełdach.

Globalny rynek REIT doświadczył największego wzrostu w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Obecny kryzys, który rozpoczął się w 2008 r., wpłynął na pogorszenie sytuacji w sektorze nieruchomości i pojawiło się zagrożenie, że model REIT nie przetrwa. Na rynku REIT-ów najgłębsze załamanie nastąpiło w marcu 2009 r., jednak wbrew wszystkiemu REIT-y przetrwały i ponownie wróciły na ścieżkę wzrostu. Ceny REIT-ów notowanych na giełdach odbiły się od najniższych poziomów o około 60-100%, chociaż nadal w większości pozostają poniżej wcześniejszych szczytów. W efekcie kryzysu większość REIT-ów na całym świecie odnotowała znaczące spadki kapitalizacji rynkowej i ujemne stopy zwrotu. W przeciwieństwie do trendów światowych azjatyckie REIT-y (z wyłączeniem Japonii) charakteryzowały łagodniejsze spadki. Do wdrożenia systemu REIT przygotowują się kolejne kraje. Większość z nich ma już przygotowane stosowne regulacje prawne.

Charakterystyczną cechą globalnego rynku REIT jest także mocno zróżnicowany udział w rynku globalnym poszczególnych krajów czy regionów. Z wyliczonego, na podstawie spółek wchodzących w skład indeksu GPR 250 REIT GLOBAL<sup>8</sup>, podziału regionalnego wynika, że największy jest rynek amerykański (71,8%), a w dalszej kolejności rynek europejski (11,8%), Azji (10,8%), Australii i Oceanii (5,2%) i Afryki (0,5%).

## Istota podmiotów typu REIT

REIT-y mogą mieć formę spółek prawa handlowego, ale mogą to być także fundusze. Tytuły prawne potwierdzające uczestnictwo w nich postrzegane są jako uprzywilejowany pod względem podatkowym instrument inwestycji w nieruchomości. Ich atrakcyjność wynika m.in. z faktu, że mogą korzystać z określonych przywilejów podatkowych. Zasadniczo REIT-y nie są obciążone koniecznością zapłaty podatku dochodowego, a ich dochód pochodzi przede wszystkim z najmu nieruchomości lub innych aktywów oraz przedsięwzięć związanych z nieruchomościami. Uprzywilejowany status podatkowy tych podmiotów już od samego początku ich funkcjonowania wymagał jednak spełnienia wielu warunków w zakresie dystrybucji uzyskiwanych dochodów, alokacji aktywów, źródeł dochodów i innych<sup>9</sup>. Funkcjonowanie REIT-ów wymaga zatem odpowiedniego ustawo-

<sup>8</sup> Indeks GPR 250 REIT Global obejmuje wszystkie podmioty działające w oparciu o model REIT.

<sup>9</sup> S.H. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, p. 16.

dawstwa, głównie regulacji prawnych, z których wynikają przywileje podatkowe. W tym miejscu warto wspomnieć, że regulacje prawne REIT-ów są zróżnicowane w wielu krajach. Ponadto w poszczególnych krajach występują różne nazwy tych podmiotów. Podmioty funkcjonujące pod nazwą REIT można spotkać m.in. w USA, Australii, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Turcji, Zjednoczonych Emiratach Arabskich (Dubaj), Singapurze, Hongkongu oraz Japonii. Natomiast odpowiednikiem REIT-ów w Holandii są FBI (Fiscale Beleggingsinstelling), w Belgii – SICAFI (Societe d'Investissement Immobiliere a Capital Fixe), we Francji – SIIC (Societes d'Investissements Immobiliers Cotees), w Bułgarii – SPIC (Special Purpose Investment Companies), we Włoszech – REIF (Real Estate Investment Fund), w Grecji – REIC (Real Estate Investment Company). Dynamiczny rozwój tego typu podmiotów na świecie spowodował także powstawanie struktur charakterystycznych dla poszczególnych kontynentów, np. EUREIT-y,

Jak już wspomniano wcześniej, pierwsze fundusze typu REIT były przeznaczone głównie dla indywidualnych inwestorów, chcących inwestować w nieruchomości, ale nieposiadających wystarczających środków finansowych. Z czasem stały się one instrumentem wykorzystywanym do realizacji celów inwestycyjnych zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. W wielu krajach<sup>10</sup> główną przesłanką tworzenia korzystnych podatkowo form prawnych typu REIT była także chęć pozyskania na swoich terytoriach ważnych inwestorów na rynku nieruchomości, którzy by rozwijali ten rynek. Stąd też wynikają rozwiązania podatkowe, które miały przyciągać potencjalnych inwestorów. System REIT umożliwia unikanie podwójnego opodatkowania. Rozwiązania w tym obszarze mogą być różne. Jednym ze sposobów jest zwolnienie z opodatkowania dochodu na poziomie samego REIT (np. Wielka Brytania), zaś dla innych może być korzystna 0% stawka podatku dochodowego (np. Holandia).

Lista zalet nie ogranicza się tylko do korzyści podatkowych. Wymieniając mocne strony REIT-ów należy dodatkowo uwzględnić:

- satysfakcjonującą rentowność,
- regularną wypłatę dywidendy,
- profesjonalne zarządzanie,
- wysoką płynność,
- możliwość wykorzystania REIT-ów jako korzystnego narzędzia gromadzenia środków dla określonych grup inwestorów (np. emerytów),
- możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Na przykład w Wielkiej Brytanii, Holandii, Włoszech, Belgii, Francji, USA, Niemczech, Hiszpanii.

<sup>11</sup> J. Kennon, *Benefits of Real Estate Investing through REITs*, [http://beginnersinvest.about.com/od/reit/a/aa101404\\_5.htm](http://beginnersinvest.about.com/od/reit/a/aa101404_5.htm) (09.2012).

Podmioty typu REIT przeznaczają zgromadzony kapitał na zakup nieruchomości, a niektóre z nich dodatkowo finansują nieruchomości (np. budowę budynków, przekształcanie statusu nieruchomości). Czerpią zyski głównie z najmu tych obiektów lub z ich sprzedaży. Zysk tych podmiotów, który może być nieopodatkowany, po spełnieniu określonych warunków, może się okazać łakomym kąskiem dla inwestorów. Korzystna rentowność REIT-ów jest najczęściej potwierdzana poprzez porównanie zmian indeksów reprezentujących zmiany notowań tych funduszy z innymi indeksami rynków kapitałowych.

Tabela 2

Porównanie całkowitej rocznej stopy zwrotu\*

Indeksy	1 rok	5 lat	10 lat	15 lat
S&P 500	5,40%	0,20%	5,30%	4,80%
NASDAQ	7,10%	5,30%	8,10%	5,50%
S&P 400 (Mid)	-2,30%	2,50%	8,20%	9,60%
Morgan Stanley REIT Indeks	13,20%	2,60%	10,30%	9,40%

\* Całkowity zwrot obejmuje zmiany cen powiększone o wypłacone dywidendy.

Źródło: The Research Magazine Guide to REIT INVESTING, 2012, Supplement to research, s. 1.

Biorąc pod uwagę różne horyzonty czasowe, inwestycje w REIT-y wypadają bardzo korzystnie w porównaniu z innymi formami inwestowania. Nawet w okresie czterdziestoletnim ich efektywność jest korzystna dla inwestorów. Roczna stopa zwrotu wyliczona za okres od 30 czerwca 1972 r. do 30 czerwca 2012 r. wynosi dla indeksu Dow Jones Industrial 6,82%, dla indeksu NASDAQ Composite – 8,22%, dla indeksu S&P 500 – 9,96%, a dla akcji REIT-ów będących w obrocie publicznym (USA) – 12,15%<sup>12</sup>. Cechą charakterystyczną REIT-ów jest regularna wypłata dywidendy oraz wysokie współczynniki jej wypłaty<sup>13</sup>, możliwe dzięki wysokim stopom zwrotu. Na regularność wypłaty dywidendy wpływają dwa czynniki: obowiązujące przepisy podatkowe, którym podporządkowane jest funkcjonowanie REIT-ów oraz ich podstawowe źródła przychodów. Obowiązujące przepisy umożliwiają korzystanie z przywilejów podatkowych pod warunkiem wypłaty większości swoich dochodów pod postacią dywidendy, zaś główne źródła dochodów, którymi są czynsze umożliwiają regularne i stałe osiągnięcie

<sup>12</sup> E. Maccarthy, *REITs: An Attractive Investment Opportunity*, The Research Magazine Guide to REIT INVESTING, 2012, s. 9.

<sup>13</sup> K. Wang, J. Erickson, G. Gau, *Dividend policies and dividend announcement effects for real estate investment trust*, "Real Estate Economics" No. 21, p. 185-201; M. Bradley, D. Capozza, P. Seguin, *Dividend Policy and Cash flow uncertainty*, "Real Estate Economics" No. 26, p. 555-580.



tych dochodów. Indywidualne inwestowanie w nieruchomości pod wynajem powoduje wiele niedogodności związanych z zarządzaniem. Inwestowanie za pośrednictwem REIT-ów daje poczucie komfortu, gdyż wykwalifikowana kadra zarządzająca, która zna branżę oraz ma wycucie biznesowe, posiada umiejętności pozyskiwania środków z rynków kapitałowych (np. na zakup nieruchomości). Dodatkowo inwestor jest zwolniony z obowiązku zarządzania nieruchomością w trakcie jej eksploatacji. Tym sposobem REIT-y mogą znacząco ograniczyć szeroko rozumiane ryzyko osobiste inwestorów.

W odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji w nieruchomości, REIT-y oferują wysoką płynność, możliwą dzięki dziennym notowaniom, zwłaszcza tych podmiotów, których akcje są notowane na giełdach. Atut ten dla wielu inwestorów oznacza jednocześnie zwiększone ryzyko w związku z nieoczekiwanym niekorzystnym kierunkiem zmiany ceny. Należy jednak zauważyć, że inwestycje w nieruchomości, o których mowa dają przede wszystkim korzyści finansowe z najmu i w trakcie trwania inwestycji ich dzienna wartość ma drugorzędne znaczenie. Korzyści REIT-ów są szczególnie zauważalne w dłuższym terminie. Regularnie wypłacane i kumulowane dywidendy (uwzględniające korzyści podatkowe na poziomie REIT), które wpływają na wartość gromadzonych np. oszczędności emerytalnych są niezwykle korzystną alternatywą w porównaniu z innymi walorami, które nie mają możliwości korzystania z ulg podatkowych. Dodatkowo należy zauważyć, że nawet konieczność zapłacenia podatku dochodowego przez inwestora z tytułu wypłaconej dywidendy nie zmniejsza atrakcyjności REIT-ów w porównaniu z inwestycjami, których instrumenty korzystają z ulg podatkowych (np. konta emerytalne, na których środki są „zamrożone”). Wynika to z faktu korzystniejszej alokacji aktywów i możliwości osiągania wyższych stóp zwrotu przez REIT-y, a także z możliwości kapitalizacji regularnie wypłacanych przez REIT-y dywidend (siła procentu składanego).

Biorąc pod uwagę podstawowe cechy REIT-ów, takie jak niewielka zmienność w długim okresie, stałe dochody z inwestycji, relatywnie wysokie dywidendy, wysoka płynność, niska korelacja z rynkiem akcji oraz profesjonalne zarządzanie, fundusze te często traktowane są jak nieodłączny element każdego dobrze zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego. Fundusze typu REIT oferują bowiem inwestorom możliwość korzystania z zalet nieruchomości jako przedmiotu inwestycji, zapewniając jednocześnie płynność charakterystyczną dla rynku akcji czy obligacji. Wykorzystywane do dywersyfikacji portfela inwestycyjnego mogą zapewnić jego stabilność, zwłaszcza w przypadku inwestorów preferujących aktywne strategie alokacji kapitału. REIT-y przynoszą wiele korzyści także zarządzającym nimi. Poza niewątpliwą zaletą uprzywilejowanej pozycji podatkowej,



umożliwiają większą dywersyfikację źródeł finansowania (w porównaniu z innymi podmiotami), która może się okazać niezwykle ważna dla długoterminowej stabilności branży nieruchomości. Jest to szczególnie istotne, zważywszy na przyczyny i skutki kryzysu na rynku nieruchomości. Nie należy również zapominać, że poszczególne REIT-y to odrębnie funkcjonujące podmioty, prowadzące działalność w określonym obszarze, najczęściej notowane na giełdzie. Oznacza to, że są narażone na różne rodzaje ryzyka i jako takie należy je oceniać z punktu widzenia inwestycji.

## Uwarunkowania rozwoju REIT-ów w Polsce

Istnieje wiele powodów, dla których warto inwestować w rynek REIT-ów. W wielu krajach, które wprowadziły je na swój rynek zauważa się ich dynamiczny rozwój. Za czynniki sprzyjające rozwojowi REIT-ów na rynkach lokalnych należy przyjąć:

- niskie rynkowe stopy procentowe, które są przesłanką poszukiwań atrakcyjnej alternatywy dla lokat bankowych, gdzie rynek nieruchomości ocenia się za najbardziej odpowiedni,
- napływ kapitału, który sprzyja rozwojowi rynku nieruchomości,
- dobre wyniki inwestycyjne państw, które prowadzą system REIT,
- tendencję do lokowania środków zgromadzonych przez fundusze emerytalne w fundusze nieruchomości,
- coraz większe znaczenie nieruchomości w klasie aktywów inwestycyjnych,
- implementację przepisów prawnych umożliwiających funkcjonowanie REIT-ów,
- możliwość wykorzystania REIT-ów do krótkoterminowych inwestycji (ich jednostkami można operować podobnie, jak akcjami)<sup>14</sup>.

Analizując rynki rozwijające się, np. Polskę, należy zwrócić uwagę, że perspektywa rozwoju rynku nieruchomości jest bardzo interesująca. Wartości nieruchomości w Polsce w wielu przypadkach nie osiągnęły jeszcze europejskiego poziomu. Ponadto istnieje duża szansa wzrostu funduszy nieruchomości samych w sobie ze względu na ciągle niski udział w rynku funduszy inwestycyjnych ogółem. Wymienione cechy stanowią szansę dla rozwoju rynku nieruchomości, gdzie jedną z form mogą być podmioty typu REIT. Do czynników sprzyjających rozwojowi rynku nieruchomości w Polsce należy także zaliczyć sukcesywne wpro-

<sup>14</sup> R.T. Skowron, *Real Estate Investment Trusts – czy Polska dogoni resztę Europy?*, „Gazeta Bankowa”, [http://www.kkpw.pl/pl\\_publicacje,132.html](http://www.kkpw.pl/pl_publicacje,132.html) (09.2013).

wadzenie stosownych przepisów prawnych, umożliwiających funkcjonowanie funduszy nieruchomości (np. ustawa z 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych<sup>15</sup>, a następnie ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r.<sup>16</sup>).

Przywołane przepisy to jednak „kropla w morzu potrzeb”. Nie dają one możliwości funkcjonowania na rynku podmiotów typu REIT. Odnoszą się jedynie do alternatywnych możliwości inwestowania na rynku nieruchomości przez tradycyjne fundusze nieruchomości, które są pozbawione wielu zalet REIT-ów. Przede wszystkim brakuje odpowiednich atrakcyjnych regulacji podatkowych, które gwarantują, że podmioty typu REIT zasadniczo nie podlegają podatkowi dochodowemu od osób prawnych, a podatek ów pobierany jest jedynie na poziomie inwestorów, co pozwala na uniknięcie podwójnego opodatkowania dochodu. Ponadto, jak pokazują doświadczenia innych państw, funkcjonowanie podmiotów typu REIT wymaga stosownych regulacji w zakresie organizacji (formy organizacyjnej) tych podmiotów oraz bardziej szczegółowych zasad inwestowania na rynku nieruchomości.

Niestety, jak dotychczas polski rynek nieruchomości jest raczej ubogi w ofertę nowoczesnych produktów inwestycyjnych. Umożliwienie funkcjonowania REIT-ów mogłoby realnie poprawić kondycję rynku nieruchomości, a tym samym stworzyć możliwość większego i dynamiczniejszego wzrostu ekonomicznego. Wprowadzenie funduszy typu REIT mogłoby się przyczynić do wzrostu udziału inwestorów indywidualnych w określonych segmentach rynku kapitałowego, jednak w takiej sytuacji implementacja przepisów umożliwiających tworzenie REIT-ów jest warunkiem koniecznym. Polska, jako jeden z nielicznych krajów w Europie nie uczestniczy jednak aktywnie w powszechnej dyskusji dotyczącej tworzenia i rozwoju EU REIT-ów.

## Zakończenie

REIT-y tworzą specyficzną formę funduszu nieruchomości. Korzystając z uprzywilejowanej pozycji podatkowej oferują inwestorom zróżnicowane możliwości lokat na rynku nieruchomości i jednocześnie są instytucją kredytującą fir-

<sup>15</sup> Dz.U. 2000, nr 114, poz. 1192. Ustawa ta powołała specjalny zamknięty fundusz inwestycyjny, który wśród dopuszczalnych lokat miał także lokaty na rynku nieruchomości.

<sup>16</sup> Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546. Według tej ustawy, w ramach funduszu zamkniętego może być tworzony zamknięty fundusz nieruchomości. Fundusze nieruchomości mogą inwestować w nieruchomości w sposób pośredni lub bezpośredni.

my z sektora nieruchomości, a nierzadko także podmiotem budującym, a następnie zarządzającym nieruchomościami oraz właścicielem portfeli nieruchomości różnego typu. W związku z tym uznawane są za bardzo efektywną formę służącą finansowaniu i zarządzaniu nieruchomościami oraz atrakcyjną formę inwestycji kapitału. Postrzegane są jako narzędzia inwestycyjne charakteryzujące się niskim ryzykiem, małą zmiennością, umiarkowanymi zwrotami oraz wysoką płynnością dla inwestorów. Są bezpieczniejsze niż inne fundusze inwestujące na rynku nieruchomości, ponieważ zwykle posiadają większą liczbę nieruchomości w swoim portfelu i są bardziej zdywersyfikowane geograficznie i sektorowo.

W ciągu ostatnich 50 lat fundusze typu REIT stały się jednym z najważniejszych segmentów gospodarki i rynku inwestycyjnego w USA i innych regionach na świecie. Biorąc pod uwagę możliwości optymalizacji podatków dochodowych, REIT-y zajmują ważne miejsce na arenie międzynarodowej. O rosnącym znaczeniu REIT-ów może dodatkowo świadczyć wzrost wartości kapitalizacji tego rynku w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Ponadto rosnące znaczenie tej formy inwestowania zostało w 2001 r. wzmocnione poprzez zakwalifikowanie udziałów w funduszach typu REIT do indeksu S&P 500. REIT-y stanowią szanse zarówno dla potencjalnych inwestorów, jak i dla rozwoju lokalnych rynków i globalnego rynku inwestycji w nieruchomości.

## Literatura

*Asia-Pacific REITs*, CFA Institute, 2011, February.

Bradley M., Capozza D., Seguin P., *Dividend Policy and Cash flow uncertainty*, "Real Estate Economics" Nr 26.

Chan S.H., Erickson J., Wang K., *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003.

<http://www.incomeinvesthome.com/growth/reit/sicafi/>

<http://www.reit.com/timeline/timeline.php>

Kennon J., *Benefits of Real Estate Investing through REITs*, [http://beginnersinvest.about.com/od/reit/a/aa101404\\_5.htm](http://beginnersinvest.about.com/od/reit/a/aa101404_5.htm)

Maccarthy E., *REITs: An Attractive Investment Opportunity*, The Research Magazine Guide to REIT INVESTING, 2012.

Schindler F., *Long-Term Benefits from Investing in International Securitized Real Estate*, "International Real Estate Review" 2011 Vol. 14, No. 1.

Skowron R.T., *Real Estate Investment Trusts – czy Polska dogoni resztę Europy?*, „Gazeta Bankowa”, [http://www.kkpw.pl/pl\\_publicacje,,132.html](http://www.kkpw.pl/pl_publicacje,,132.html) (09.2013).

Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004, Dz.U. nr 146 poz. 1546.

Ustawa z 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 114, poz. 1192.

Wang K., Erickson J., Gau G., *Dividend policies and dividend announcement effects for real estate investment trust*, “Real Estate Economics” No. 21.

## DEVELOPMENT OF THE REIT MARKET IN THE WORLD

### Summary

REIT's (Real Estate Investment Trusts) are the safe, well-diversified geographically and by sector real estate funds. There are the privileged income taxation at the REITs level. Their advantages such as low volatility over the long term, fixed income investments, the relatively high dividends, high liquidity, low correlation with the stock market and professional management make them more competitive in comparison with to traditional real estate funds. Global REITs market is constantly evolving. Unfortunately, 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, to create appropriate regulations for the functioning of these funds in Poland.