

Hiszpańskie fundusze SOCIMI¹ (REIT) a efektywność informacyjna pośrednich inwestycji rynku nieruchomości



Piotr Kasprzak

mgr, 2finance.pl sp. z o.o. Kraków

SŁOWA KLUCZOWE :

rynek nieruchomości

REIT

SOCIMI

hiszpański rynek funduszy nieruchomości

hipoteza efektywności rynkowe HER

STRESZCZENIE

Szeroko rozumiana efektywność rynku jest różnie definiowana. Rynek efektywny w sensie alokacyjnym oferuje możliwość pozyskiwania kapitału tym uczestnikom, którzy gwarantują najwyższą stopę zwrotu z dokonanych inwestycji. Rynek efektywny w sensie transakcyjnym oferuje szybki do niego dostęp i niskie koszty transakcji. Na rynku efektywnym w sensie informacyjnym ceny aktywów w pełni odzwierciedlają dostępne o nich informacje. Rynek prywatnych inwestycji w nieruchomości jest niedoskonały, nieelastyczny, niezorganizowany i nieefektywny. Aby uatrakcyjnić rynek nieruchomości dla inwestorów ustawodawcy na rozwiniętych rynkach finansowych dopuszczają do funkcjonowania specjalistyczne fundusze typu REIT. Są one przykładem świadomie stosowanej polityki ekonomicznej, która np. dopuszcza redukcję obciążeń podatkowych po spełnieniu określonych wymogów, dla spełnienia istotnej gospodarczo funkcji.

Obserwując ogarnięty kryzysem hiszpański rynek nieruchomości można zaobserwować zmiany w zakresie efektywności informacyjnej rynku inwestycji pośrednich wynikające z wprowadzenia do obrotu funduszy SOCIMI. Analiza jakościowa tego programu pozwala na zweryfikowanie hipotezy badawczej, że wprowadzenie funduszy typu REIT do obrotu giełdowego poprawia efektywność tego rynku. Dodatkową przesłanką powstania artykułu jest rozpoczęcie dyskusji o możliwości zastosowania analogicznych rozwiązań w Polsce, z oczekiwaniem pozytywnych efektów ich wprowadzenia.

KEY WORDS :

Real estate market

REIT

SOCIMI

Spanish real estate investment funds

EMH

SUMMARY

Spanish SOCIMI (REIT) Funds and Efficiency of the Real Estate Capital Market

Broadly understood market efficiency is defined in various ways. A market which is efficient from the point of view of allocation offers a possibility to raise capital to those participants who guarantee the highest rate of return on the investments made. A market which is efficient from the transactional point of view offers fast access to it and low cost of transactions. On a market efficient in the informational sense, the prices of assets fully reflect available information on them. The real estate private investment market is imperfect, inflexible, unorganized and inefficient. To make the real estate market attractive to investors, on developed financial markets legislators allow the functioning of specialist funds of REIT type. They are an example of advisedly applied economic policy which, for example, provides for the reduction of tax burdens upon the fulfillment of specific requirements to meet an economically significant function.

When observing the Spanish real estate market in crisis, we can notice changes in respect of information efficiency of indirect investment market, arising from the introduction of SOCIMI funds to the capital market. A qualitative analysis of this programme enables the verification of the research hypothesis that the introduction of REIT type funds to the capital market improves the effectiveness of this market. An additional premise to write this article is to start a discussion on the possibility to implement analogous solutions in Poland, with the expectation of positive effects of their introduction.

JEL Classification: G14

1 Skróót od: *Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria* (tłum.: publiczne (notowane) spółki akcyjne inwestycji rynku nieruchomości).

1. Wprowadzenie

W 2013 roku rząd hiszpański uruchomił program specjalistycznych funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości, które zebrały od inwestorów 3 mld EUR kapitału, co istotnie przewyższyło dotychczasową kapitalizację całego sektora notowanego na giełdzie w Madrycie.

Celem głównym artykułu jest zweryfikowanie hipotezy badawczej, że fundusze typu REIT² wprowadzone do obrotu giełdowego poprawiają efektywność rynku notowanych inwestycji pośrednich sektora nieruchomości. Hipoteza jest poddana weryfikacji na przykładzie hiszpańskich funduszy SOCIMI.

Niniejszy artykuł składa się z dwóch części. W pierwszej części omówione zostały zagadnienia związane z definicją inwestycyjnego podsystemu rynku nieruchomości wraz z przedstawieniem istoty hipotezy efektywności rynkowej Eugene Fama. Druga część pracy to analiza zmian efektywności tego rynku po uruchomieniu programu funduszy SOCIMI oraz prezentacja trzech największych funduszy wraz z wnioskami. Osiągnięte efekty w ramach zaobserwowanej zmiany wydają się mieć charakter uniwersalny i można się ich spodziewać na innych rynkach kapitałowych na podobnym stadium rozwoju.

2. Podsystem inwestycji pośrednich rynku nieruchomości

Rynek nieruchomości można opisać jako system składający się z powiązanych ze sobą podsystemów, takich jak: podsystem obrotu prawami własności, podsystem zarządzania, podsystem finansowania oraz podsystem inwestowania w nieruchomości³. Do niedawna ich wzajemne przenikanie się było stosunkowo niewielkie. Banki ograniczały się do akcji kredytowej w ramach

podsystemu finansowania, inwestowały w swoją sieć, a udział windykowanych nieruchomości w ich aktywach był stosunkowo niewielki.

W związku z dużą aktywnością instytucji finansowych w podsystemie inwestowania w nieruchomości, którą rozwinęły w latach przed ostatnim kryzysem, ten klarowny dotychczas podział uległ zmianie. Sekurytyzacja produktów hipotecznych oraz działalność banków na tym rynku doprowadziły do istotnych przewartościowań w ich bilansach⁴. Przyczyniło się to do destabilizacji całego systemu a w konsekwencji jego zmiany. Obecnie intensywne przenikanie się wyróżnionych podsystemów jest zasadniczą cechą rynku nieruchomości. Banki jednocześnie finansują i obracają nieruchomościami, których udział w ich aktywach wzrósł bardzo istotnie. Jest to zmiana systemowa, w której konsekwencji nieruchomości jako przedmiot sekurytyzacji i inwestowania nabierają zasadniczego znaczenia w gospodarce⁵.

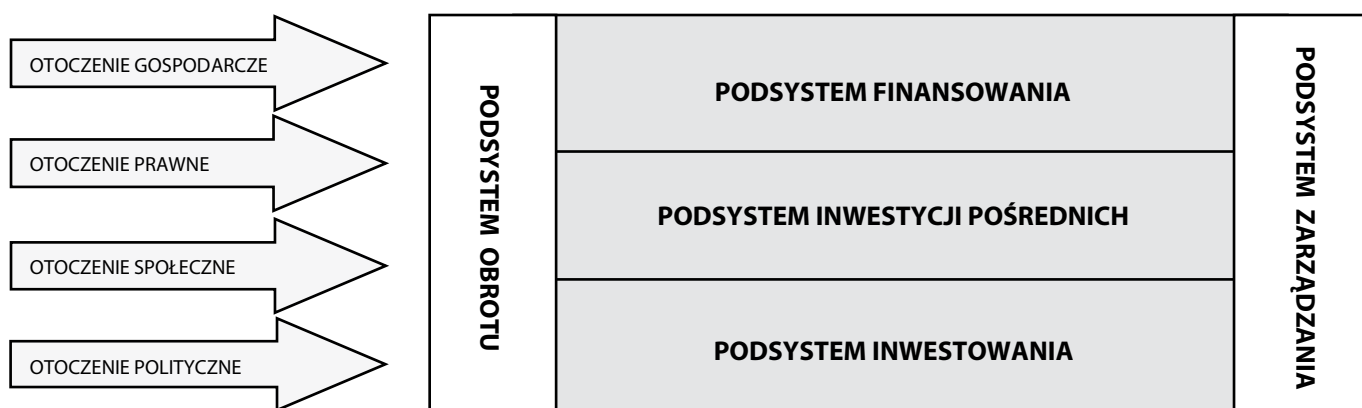
Obecnie rynek nieruchomości w ujęciu systemowym możemy przedstawić jak na rysunku 1.

Przedmiotem niniejszego opracowania jest podsystem inwestycji pośrednich. Przez pośrednie inwestowanie w nieruchomości należy rozumieć dostarczanie kapitału (w celu osiągnięcia określonego zwrotu) przez inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych podmiotom kreującym podaż nieruchomości. Dokonuje się to poprzez nabywanie od tych podmiotów jednostek uczestnictwa i własnościowych papierów wartościowych, które mogą być notowane na zorganizowanych rynkach (giełdach papierów wartościowych), z wyłączeniem instrumentów (papiery komercyjne) i instytucji działających w podsystemie finansowania (banków)⁶.

Można wyróżnić następujące podziały inwestycji pośrednich:

→ indywidualne i zbiorowe (spółki i fundusze),

RYSUNEK 1. RYNEK NIERUCHOMOŚCI JAKO SYSTEM



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Bryx, *Rynek nieruchomości...* op. cit. s. 23

2 Skróć od: *Real Estate Investment Fund* (tłum.: fundusz inwestycyjny rynku nieruchomości).

3 M. Bryx, *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa 2006, s. 23.

4 Hiszpania jest tutaj najlepszym przykładem. Ekspozycja banków do sektora nieruchomości wyniosła 470 mld EUR w 2008 roku. Dzisiaj 191 mld EUR uznaje się za kredyty zagrożone: *Spain, Financial Sector Report: Final Progress Report*. IMF Country Report 14/59, Feb. 2014.

5 W artykule *Rola państwa a bezpieczeństwo rynku nieruchomości- analiza porównawcza rynku polskiego i hiszpańskiego* badam między innymi proporcje bilansów tych podsystemów.

6 W rozumieniu dosłownym: nabywania akcji banków w związku z ich działalnością kredytową na rynku nieruchomości.

→ prywatne i publiczne (notowane na giełdach).

Rynek nieruchomości jest rynkiem specyficznym co wynika z charakteru nieruchomości jako przedmiotu inwestycji:

1. Nieruchomości są niejednorodne. Jest to efektem istotnych różnic w ich jednostkowym opisie, przede wszystkim wynikających z lokalizacji, która jest uznawana za najważniejszą cechę nieruchomości jako towaru i decyduje o specyficznych cechach tego rynku⁷. Brak homogeniczności utrudnia ich porównywanie i standaryzację danych.
2. Mają postać realną. Wymagają więc utrzymania i zarządzania, co się wiąże z kosztami, daje jednak możliwość relatywnie łatwej oceny ich stanu i wartości.
3. Podlegają zewnętrznym regulacjom, które mogą mieć istotny wpływ na ich wartość (np. lokalne zmiany w planie zagospodarowania przestrzennego czy zmiany w prawie wynajmu nieruchomości mieszkalnych).
4. W swojej podstawowej formie nie mają określonej zapadalności.
5. Jednostkowa cena nieruchomości jest relatywnie wysoka a okres użytkowania wyjątkowo długi. Wpływ subiektywnych ocen nabywców oraz obiektywnych uwarunkowań jest tutaj bardzo istotny⁸.

Przekłada się to na następujący opis tego rynku w obszarze inwestycji prywatnych indywidualnych⁹, który w swej istocie jest:

1. Rynkiem lokalnym i niepowtarzalnym (każda nieruchomość jest inna).
2. Rynkiem nieelastycznym i niedoskonałym. Elastyczność podaży jest ograniczona (ograniczenia przestrzenne) i skokowa (długi cykl realizacji inwestycji). Działanie prawa popytu i podaży jest ograniczone (np. w przypadku dużej nierównowagi na rynku).
3. Rynkiem niesformalizowanym, niezorganizowanym i nietransparentnym. Pomimo istniejących formalnych wymogów zawierania transakcji przenoszenia praw własności ich realna wysokość¹⁰ oraz odmienność cen ofertowych od transakcyjnych mają istotne znaczenie. Dostęp do informacji o zawartych transakcjach jest ograniczony.¹¹

Charakterystyka rynku zmienia się w przypadku inwestycji prywatnych zbiorowych (spółek akcyjnych) ze względu na specjalizację, standaryzację, wielkość portfeli i ich dywersyfikację. Jest to także wynikiem regulacji, co jest widoczne zwłaszcza w przypadku funduszy inwestycyjnych (zamkniętych i otwartych), którym są narzucone wymogi prawne w zakresie formalno-księgowym, spektrum inwestycyjnego, zasad likwidacji itp. W przypadku inwestycji zbiorowych notowanych na zorganizowanych rynkach kapitałowych, podmioty te poddane są dodatkowo regulacjom w zakresie standardów raportowania. Przykładem tutaj są fundusze typu REIT.

W efekcie zmienia się charakterystyka tego rynku zwłaszcza w zakresie scentralizowania, sformalizowania, zorganizowania i transparentności.

W różnym stopniu ma to również wpływ na elastyczność i doskonałość tego rynku oraz jego efektywność.

3. Efektywność podsystemu inwestycji pośrednich rynku nieruchomości

Zagadnienie efektywności rynkowej można w uproszczeniu rozpatrywać w trzech podstawowych ujęciach:

- efektywności alokacyjnej w rozumieniu Vilfredo Pareto¹²,
- efektywności transakcyjnej¹³,
- efektywności informacyjnej ujętej w Hipotezie Rynku Efektywnego (*Efficient Market Hypothesis, EMH*) opisującej w jaki sposób kształtują się ceny aktywów na rynkach pod wpływem dostępnych informacji.

W niniejszym artykule efektywność rynkowa jest analizowana w ujęciu *EMH*, jako zawierająca w sobie zasadnicze aspekty pozostałych podejść.

EMH została opublikowana w 1970 roku przez amerykańskiego ekonomistę Eugene Fama- jednego z trzech laureatów nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie nauk ekonomicznych w 2013 roku¹⁴. Rozwinął on w swojej pracy hipotezę błędzenia losowego (*Random Walk Hypothesis*) francuskiego matematyka Louisa Bacheliera¹⁵ i powiązał kształtowanie się cen akcji na giełdzie z jakością i dostępem do informacji ich dotyczących. Pojęcie efektywny w opisie hipotezy zostało przez Fama celowo wybrane aby ją połączyć z szerszym konceptem ekonomicznym- efektywnością w alokacji zasobów. Jako, że podstawową rolą rynku kapitałowego była dla Famy alokacja kapitału i własności, musiał on dostarczać firmom i inwestorom wiarygodnych informacji o cenach¹⁶.

Hipoteza *EMH* odgrywa zasadniczą rolę w rozważaniach nad założeniami współczesnej ekonomii głównego nurtu. U jej podstaw leży klasyczna teza samoregulacji rynków w wyniku działania „niewidzialnej ręki rynku” Adama Smitha. Pomimo, iż istniejące dowody wskazujące, że mogą istnieć długie okresy i rynki, na których nie ma ona zastosowania, jest podstawową teorią kształtowania się cen na rynkach i wyceny aktywów.

Chociaż hipoteza Famy była początkowo sformułowana jedynie dla cen akcji swoim zasięgiem objęła również inne aktywa i nie tylko¹⁷. Odpowiedź na pytanie czy dany rynek jest efektywny, a jeżeli to w jakim stopniu, ma zasadnicze znaczenie dla zrozumienia mechanizmów nim rządzących. Dotyczy to również rynku nieruchomości.

12 Efektywność lub punkt optimum Pareto występuje wtedy, gdy nie jest możliwe zaistnienie procesu w taki sposób, by każdy znalazł się w lepszej sytuacji bez pogorszenia sytuacji kogoś innego. H. R. Varian, *Mikroekonomia. Kurs średni - ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 505.

13 Efektywność transakcyjna to szybki dostęp do rynku i niskie koszty transakcji.

14 E. Fama, R. Shiller i L. P. Hansen otrzymali w 2013 roku nagrodę Nobla za ich wkład w empiryczne badania nad wyceną aktywów. Co ciekawe badania Shillera i Hansena oparte są o przypadki kiedy *EMH* nie działa.

15 Zgodnie, z którą ceny aktywów na rynkach efektywnych powinny się zmieniać losowo w reakcji na nowe informacje. W swojej pracy *Théorie de la spéculation* opublikowanej w 1900 roku L. Bachelier dał podstawy matematyce finansowej.

16 M. Beechey, D. Gruen, J. Vickery, *The Efficient Market Hypothesis: A Survey*, Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia, January 2000, s. 3.

17 Kulminacją wiary w *EMH* było ogłoszenie przez szefa FED Bena Bernanke końca cyklu gospodarczych (*great moderation*) w nowoczesnych, efektywnych gospodarkach (na chwilę przed krachem z 2007 roku).

7 Wprowadzenie do zarządzania nieruchomością, (red. M. Bryx), Poltext, Warszawa 2008, s. 17.

8 Ibidem, s. 28.

9 Ibidem, s. 29.

10 Wiąże się to z częstym nierzetelnym przedstawianiem ceny w zawieranych transakcjach, co może wynikać np. z prania nielegalnych środków, obniżania opłat skarbowych, manipulacji bilansem, korupcji itp.

11 Pomimo koncentracji informacji w serwisach internetowych o ofertach na rynku wtórnym dostęp do informacji o cenach transakcyjnych, które zazwyczaj istotnie różnią się od cen ofertowych, jest utrudniony.

Hipoteza rynku efektywnego oparta jest o założenie, że bieżące ceny na rynku danych aktywów odzwierciedlają wszystkie dostępne w danym momencie informacje ich dotyczące czyli, że działa on w sposób racjonalny¹⁸.

Racjonalność to dokonywanie wyboru pozostającego w zgodzie z uporządkowanym zbiorem preferencji, które są zupełne i tranzytywne, w warunkach doskonałego i nie związanego z żadnymi kosztami dostępu do informacji¹⁹. Pojęcia racjonalności, preferencji i innych cech uczestników rynku ewoluują w teorii ekonomii i innych naukach społecznych. Choć mają one zasadnicze znaczenie dla zrozumienia funkcjonowania rynku nie są przedmiotem analizy w niniejszej pracy.

Fama określił trzy stany efektywności rynku: słabą, średnią i wysoką. W swoich dwóch (rozdzielonych dwiema dekadami) pracach²⁰ wskazywał na następujące typy informacji charakterystyczne dla poszczególnych stanów efektywności:

1. Efektywność słaba: Ceny bieżące odzwierciedlają informacje zawarte w notowaniach historycznych.
2. Efektywność średnia: Ceny bieżące odzwierciedlają wszystkie inne dostępne publicznie informacje.
3. Efektywność silna: Ceny bieżące odzwierciedlają wszystkie informacje (w tym poufne, niepubliczne).

Według Famy aby rynek można było określić jako efektywny musi spełniać następujące założenia:

1. Musi być duży, płynny i elastyczny.
2. Działanie pojedynczego inwestora na rynku nie może wpływać na zmianę ceny danego aktywa.
3. Uczestnicy rynku nie mogą być trwale nieracjonalni.
4. Dostęp do rynku oraz dostęp, czas i koszt pozyskania informacji musi być równy dla wszystkich uczestników rynku.
5. Uczestnicy rynku muszą dysponować wystarczającymi funduszami aby wykorzystywać jego chwilową nieefektywność.
6. Horyzonty inwestycyjne uczestników rynku powinny być zbliżone.

Na rynku w pełni efektywnym ceny aktywów zachowują się w następujący sposób:

1. W każdej chwili w pełni odzwierciedlają ich wartości.
2. Zmieniają się na podstawie nowych informacji, a następnie pozostają na tym samym poziomie do czasu pojawienia się nowego komunikatu.
3. Ich zmiany w kolejnych okresach są od siebie niezależne (błądzenie losowe).
4. Jeżeli na mniej efektywnych rynkach ceny aktywów odstępują od ich właściwej wartości (*fair value*) jest to stan przejściowy.

Można wyróżnić trzy zasadnicze obszary związane z badaniem efektywności rynku nieruchomości, które zostaną poddane analizie jakościowej w dalszej części pracy:

1. **Informacja** - musi być wiarygodna, szczegółowa, ogólnie dostępna i w sposób adekwatny odzwierciedlać obecne i przyszłe czynniki pozwalające inwestorom na przeprowadzenie analiz i kalkulacji (wycen),

w wyniku których dokonują oni odpowiedniej alokacji kapitału. Zasadniczą kwestią jest zdefiniowanie zakresu informacji mającego wpływ na dany rynek. Natura informacji nie musi być ograniczona do wiadomości finansowych. Jest to raczej powiązanie różnego rodzaju informacji ekonomicznych, politycznych, społecznych oraz ich odbioru przez uczestników rynku. Dostęp do nich musi być równy, nie zniekształcony i nieskrępowany. Istotna jest tutaj rola ekspertów je interpretujących.

2. **Głębokość rynku**, czyli duży wybór instrumentów finansowych o odpowiednio wysokiej kapitalizacji i dostępności (*free float*) oraz duża liczba inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, krajowych i zagranicznych, mogących decydować o alokacji kapitału w najkorzystniejsze ich zdaniem aktywa. W konsekwencji rynek odpowiednio głęboki ma dużą płynność. Zmniejsza się jego wrażliwość na sztuczną spekulację i zależność od decyzji politycznych.
3. **Regulacja**. W obszarze tym istotne są przejrzyste zasady funkcjonowania rynku, wymogów sprawozdawczych oraz zasad budowy portfela inwestycyjnego funduszy (dywersyfikacji). Dotyczy to również klarownych i adekwatnych rozwiązań podatkowych. Wypracowanie odpowiednich standardów, zwłaszcza na rynkach słabiej rozwiniętych, ma zasadnicze znaczenie. Istotna jest rola państwa: czy chce i w jaki sposób, wpływać na rynek.

W związku z powyższym można wnioskować, iż w poszczególnych obszarach, w konsekwencji specyfiki przedmiotu obrotu, rynek nieruchomości inwestycji pośrednich prywatnych jest nieefektywny, gdyż:

1. Dostęp do informacji jest ograniczony i jest ona niepełna.
2. Nie istnieje scentralizowany rynek obrotu nieruchomościami a jedynie płytkie i niepłynne rynki lokalne.
3. Jest on niesformalizowany i nietransparentny, narażony na istotne ryzyka formalne.

4. Fundusze inwestycyjne typu REIT (hiszpańskie SOCIMI) jako pośrednie inwestycje na rynku nieruchomości

Od czasu pierwszych rozwiązań prawnych²¹ regulujących funkcjonowanie amerykańskich funduszy typu REIT z lat 60 XX wieku rynek ten osiągnął w 2013 roku łączną kapitalizację prawie 2,3 biliona USD. Składa się na nią ponad 900 spółek tego typu notowanych na giełdach papierów wartościowych w 40 krajach, z dziennymi obrotami ponad 9 miliardów USD²². Stanowi to prawie 4% udziału w globalnej kapitalizacji rynkowej (64,2 biliona USD)²³. Największy udział w tym rynku mają Stany Zjednoczone (36%). Wartość rynku europejskiego (14%) przekłada się na 319 miliardów USD.

Fundusze typu REIT, są funduszami zamkniętymi i wyróżniają się od innych podmiotów inwestujących na rynku nieruchomości następującymi związaniami:

18 Fama początkowo w swojej hipotezie mówił, że ceny szybko reagują na nowe informacje (*adjust rapidly*) aby po latach zastąpić to stwierdzeniem, że ceny w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje (*fully reflect*) co wzmocniło wydzwięk tej hipotezy. E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance 25/2, May 1970, s. 387.

19 M. Blaug, *Metodologia Ekonomii*, PWN, Warszawa 1995, s. 126.

20 E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, Journal of Finance 46/5, December 1991.

21 Ideą przewodnią uchwalenia tej legislacji (wzorowanej na funduszach powierniczych) przez amerykański Kongres było umożliwienie inwestorom indywidualnym nabywania udziałów w nieosiągalnych dla nich dużych przedsiębiorstwach na rynku nieruchomości, z wykorzystaniem rynku kapitałowego.

22 Według danych zawartych w *A case for global listed real estate securities in a mixed asset portfolio*, CBRE Clarion Securities, May 2014.

23 Według danych zawartych w *2013 World Federation of Exchanges market highlights*, WFE 2014.

- Muszą być to **spółki kapitałowe notowane na giełdzie** z określoną minimalną liczbą udziałowców i *free float*²⁴,
- z określonym **wysokim udziałem nieruchomości w aktywach** oraz w **dochodach** funduszy przy ich odpowiednim zdywersyfikowaniu²⁵,
- corocznie wypłacające większości dochodów z nieruchomości w postaci **dywidendy**,
- korzystające ze **specjalnych rozwiązań podatkowych**.

Hiszpańskim wydaniem funduszy typu REIT są SOCIMI (*Sociedad Anonima Cotizada de Inversion Inmobiliaria*) w dosłownym tłumaczeniu: Publiczna Spółka Akcyjna Inwestująca w Nieruchomości.

Fundusze te mają następujące, określone przez ustawodawcę²⁶, cechy charakterystyczne:

1. Są to publiczne spółki akcyjne. Podlegają regulacjom prawnym dotyczącym spółek kapitałowych oraz regulacjom giełdowym.
2. Co najmniej 80% aktywów muszą mieć zainwestowane w nieruchomości przeznaczone na wynajem,
3. Określone są szczegółowo zasady nabywania i zbywania takich nieruchomości i udziałów.
4. Określone są zasady dystrybucji zysków. Przynajmniej 80% przychodów z najmu nieruchomości musi być wypłacone w postaci dywidendy.
5. Fundusze SOCIMI są zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych²⁷.
6. SOCIMI mogą realizować swoje cele bezpośrednio lub poprzez swoje spółki zależne i inwestycje w inne fundusze tego typu.

Umiarkowane zainteresowanie nową formą inwestowania sprawiło, iż ustawodawca wprowadził po 3 latach istotne zmiany w prawie, zwłaszcza w zakresie opodatkowania tych instytucji. W efekcie, jedynie w 2013 roku, fundusze SOCIMI zebrały od inwestorów 3 mld EUR kapitału (w tym 2 mld EUR od inwestorów zagranicznych), co przewyższyło kapitalizację całego sektora nieruchomości na giełdzie w Madrycie szacowaną na 2 mld EUR na koniec 2012 roku.

5. Najważniejsze fundusze SOCIMI notowane na giełdzie w Madrycie

Na obu parkietach notowanych jest sześć funduszy z czego istotne znaczenie mają trzy (obecne na głównym parkiecie).

5.1. Merlin Properties SOCIMI S.A. (MRL)

Największy fundusz SOCIMI na madryckiej giełdzie. Spółka zadebiutowała w czerwcu 2014 roku. Była to największa oferta publiczna na hiszpańskim rynku (1,25 miliarda EUR) od 2011 roku (oferta banku Bankia) i trzecia największa w Europie w 2014 roku. W fundusz zainwestowały takie instytucje jak:

- **Monarch Alternative Capital LP** (amerykański fundusz inwestycyjny specjalizujący się w rynku złych długów z aktywami w zarządzaniu

o wartości ponad 5,5 miliarda USD, z czego ponad 1 miliard USD zainwestowanych poza Stanami Zjednoczonymi.

- **Chenevari Investment Managers** (aktywa w zarządzaniu 2 miliardy USD).

W skład portfela **Merlin Properties** wchodzi nieruchomości komercyjne z przeznaczeniem na wynajem (biura, centra handlowe i logistyczne oraz hotele) z wyższego segmentu. Fundusz dopuszcza także inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe choć nie mają one na dzisiaj istotnego udziału. Aktywa funduszu są zlokalizowane głównie w Madrycie i Barcelonie ale także w innych dużych miastach hiszpańskich i europejskich (Valencia, Lizbona). Największy udział w portfelu Merlin Properties mają nieruchomości wynajmowane przez jeden z największych hiszpańskich bank BBVA, nabyte w lipcu 2014 roku za 740m EUR od grupy inwestorów z Deutsche Bank AG na czele. Warto zaznaczyć, że przejęta w tym celu przez Merlin Properties spółka Tree Inversiones Inmobiliarias powstała w 2009 roku i była wynikiem redukcji bilansu BBVA przy udziale klientów prywatnych. Zgodnie z opinią zarządzających aktywami Deutsche Bank operacja ta dała pozytywny zwrot zaangażowanym stronom. Można więc wnioskować o jej komercyjnym charakterze.

5.2. Lar Espana Real Estate SOCIMI S.A. (LAREF)

Pierwszy fundusz SOCIMI, który wszedł na BDM po reformie programu z 2012 roku. To pierwsze w Hiszpanii od 2007 roku IPO firmy związanej z rynkiem nieruchomości w marcu 2014 roku warte było 400 mln EUR.

Inwestorzy zagraniczni nabyli w ofercie ponad 35% akcji. Do największych udziałowców funduszu należą:

- **PIMCO** Pacific Investment Management Company LLC (12,5%). Jest to największa na świecie firma zarządzająca (aktywa o wartości 1,7 biliona USD na koniec 2014 roku).
- **Franklin Templeton** (4,8%).
- Spółka deklaruje zainwestowanie 750 mln EUR w najbliższym czasie w portfel nieruchomości komercyjnych (80%) i mieszkalnych (20%) zlokalizowanych głównie w Madrycie i Barcelonie.

5.3. Axia Real Estate, SOCIMI S.A. (AXIA)

Trzeci z największych SOCIMI podczas IPO zgromadził 360 milionów EUR i zadebiutował na BDM w lipcu 2014 roku. Udziałowcy zagraniczni objęli ponad 3/4 udziałów w kapitale spółki. Są wśród nich instytucje takie jak:

- **T. Rowe Price International** (zarządza aktywami o wartości ponad 740 miliardów USD w 14 krajach).
- Banki: **Citigroup, Barclays, Deutsche Bank, UBS i JB Morgan**.

Fundusz deklaruje inwestycje w nieruchomości biurowe (70%) oraz magazynowe i komercyjne (30%). Wartość portfela inwestycji brutto to 425mln EUR.

5.4. Indeks giełdowy IGBM SOCIMI

Od pierwszej sesji giełdowej w 2015 roku madrycka giełda rozpoczęła obliczanie nowego indeksu w skład którego wchodzi 3 największe spółki z sektora: Lar Espana Real Estate SOCIMI S.A., Axia Real Estate SOCIMI S.A. oraz Merlin Properties SOCIMI S.A. Notowanie bazowe indeksu to 1,000 punktów (na dzień 31 grudnia 2014r.).

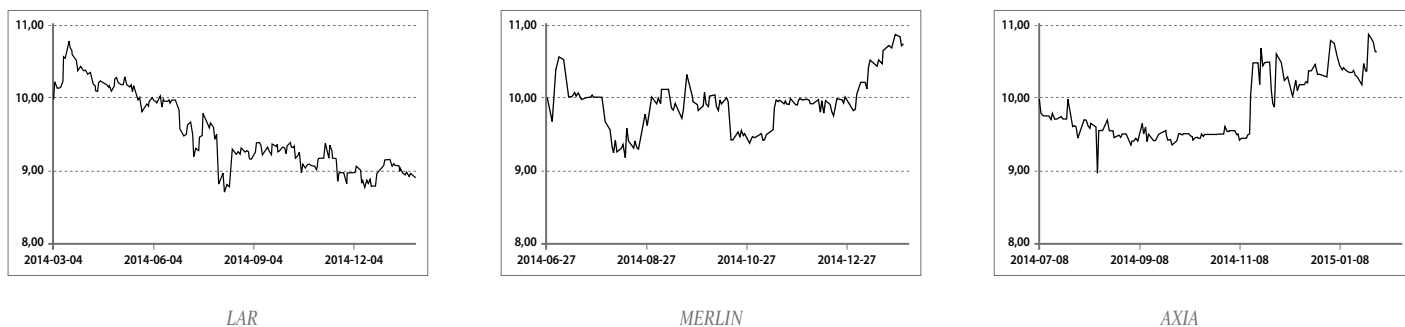
24 Akcjonariat rozproszony lub inaczej część akcji firmy dopuszczona do publicznego obrotu, która jest aktywnie obracana.

25 Zazwyczaj ustawowo narzuca się również limity udziału jednostkowej inwestycji funduszy w aktywach.

26 Ustawa 11/2009 z 26 października 2009 r. (BOE 259/2009) wraz z modyfikacją 16/2012 z 27 grudnia 2012r (BOE 16/2012).

27 *Regimen especial de las SOCIMI*, www.agenciatributaria.es.

RYSUNEK 1. NOTOWANIA SPÓŁEK SOCIMI NA RYNKU CIĄGŁYM BDM



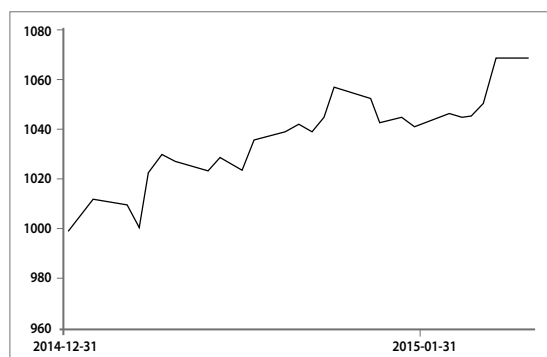
Źródło: Opracowanie własne, dane BDM

TABELA 1. ANALIZA ZMIAN EFEKTYWNOŚCI RYNKU POŚREDNICH INWESTYCJI W NIERUCHOMOŚCI

		FUNDUSZE FII, SII (NIENOTOWANE)	FUNDUSZE FII, SII (NOTOWANE)	SOCIMI	ANALIZA
INFORMACJA	RAPORTOWANIE	-	+	=	Podobne wymogi sprawozdawcze giełdy.
	WYCENA	-	=	+	Narzucona wypłata dywidendy ułatwia wycenę.
	DOSTĘPNOŚĆ	-	+	+	Media informują o programie ze względu na jego wagę dla gospodarki i zaangażowanie ważnych inwestorów zagranicznych. Analitycy piszą raporty.
	AKTUALNOŚĆ	-	=/+	+	Informacje mają wpływ na cenę akcji SOCIMI (ogłoszenie LAR o przejęciu konkurenta powoduje natychmiastowy wzrost ceny).
GŁĘBOKOŚĆ RYNKU	DOSTĘPNOŚĆ INSTRUMENTU INWESTYCYJNEGO	-	=/+	+	FTSE włączyła Merlin do swojego globalnego indeksu.
	INWESTORZY INDYWIDUALNI I INSTYTUCJONALNI	-	=/+	+	Największe od lat IPO2 w Hiszpanii i Europie.
	INWESTORZY ZAGRANICZNI	-	=	+	Zaangażowanie czołowych globalnych inwestorów finansowych świadczy o gruntownej zmianie postrzegania tego rynku i jest istotnym elementem jego rozwoju.
	KAPITALIZACJA	-	=	+	W ciągu kilku miesięcy kapitalizacja spółek SOCIMI osiągnęła 2 mld EUR. Należy spodziewać się kolejnych ofert ³ .
	FREE FLOAT	-	+	+/-	Ograniczony w 2012 r. z 25% do 15%. Powinien być wyższy.
	HORYZONT INWESTYCYJNY	-	-	+	Fundusze SOCIMI mają nieograniczony czas działalności. Sprzedaż nieruchomości jest wynikiem ich strategii a nie konieczności likwidacji w celu odzyskania środków.
REGULACJA PRZEJRZYSŁE ZASADY	REGULACJA RYNKU	-	+	=	Takie same standardy jak dla innych spółek publicznych.
	PODATKI	-	-	+	Likwidacja wielokrotnego opodatkowania tego samego dochodu.
	ODPOLITYCZNIENIE	-	-	+	Państwo musi liczyć się z ważnymi inwestorami zagranicznymi.
	BEZPIECZENSTWO	-	-	+	Kontrola i dywersyfikacja zmniejszają ryzyko malwersacji przy inwestycjach.

Źródło: opracowanie własne

RYSUNEK 2. WYKRES INDEKSU IGBM SOCIMI



Źródło: opracowanie własne, dane BDM

6. Analiza jakościowa zmian na hiszpańskim rynku inwestycji pośrednich sektora nieruchomości po uruchomieniu funduszy SOCIMI w 2012 roku

W wyniku przeprowadzonej analizy i krytyki dostępnych źródeł (literatury przedmiotu: literatura fachowa, doniesienia prasowe, raporty giełdowe, itp.) zaobserwowano następujące zmiany jakościowe na hiszpańskim rynku po wprowadzeniu do obrotu giełdowego akcji funduszy SOCIMI:

1. Umożliwienie pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym, z wykorzystaniem płynnych instrumentów finansowych, notowanych na ważnym rynku europejskim.
2. Ograniczenie możliwości działań na rynku pojedynczego inwestora (w tym państwa) poprzez zwiększenie zaangażowania dużych i rozpoznawalnych instytucji zagranicznych.
3. Zmniejszenie podatności sektora na sztuczne ustalanie cen akcji, w związku z większą jednostkową kapitalizacją i wyższą płynnością funduszy.
4. Lepszy dostęp do informacji o sektorze, funduszach i ich działalności oraz planach, w wyniku analiz prowadzonych przez ekspertów (analityków rynku kapitałowego).
5. Wyższy udział dywidendy w przyszłych zyskach, w związku z narzuconymi funduszom SOCIMI przepisami, co pozwala lepiej je wyceniać. W konsekwencji mniejsze ryzyko błędów w analizach.
6. Zwiększenie przejrzystości zasad opodatkowania funduszy nieruchomości, ograniczenie stosowania przez nie kreatywnej księgowości.

Szczegółowe zmiany w poszczególnych zakresach trzech wyróżnionych obszarów głównych opisujących efektywność rynkową w rozumieniu *EMH* zostały przedstawione poniżej, w tabeli nr 1. Zawiera ona najważniejsze informacje pozyskane w wyniku przeprowadzonej analizy źródeł wraz z oceną ich wpływu na efektywność informacyjną systemu (oznaczenia graficzne: -, =, +).

7. Zakończenie

Zgodnie z tezą *EMH*, że w pełni efektywny rynek jest efektywny w sensie informacyjnym i transakcyjnym oraz jest idealnie płynny można wnioskować, że poprawa funkcjonowania rynku o innym poziomie efektywności, w jakim-

kolwiek wymienionym wyżej zakresie, zwiększa jego efektywność (niezależnie od tego, iż w odniesieniu do rynku nieruchomości, w ujęciu pośrednim inwestycyjnym, możemy mówić co najwyżej o efektywności słabej).

W wyniku przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że po uruchomieniu funduszy SOCIMI poprawie uległa efektywność informacyjna (w ujęciu *EMH*) podsystemu inwestycji pośrednich hiszpańskiego rynku nieruchomości. Pozwala to na potwierdzenie postawionej na wstępie hipotezy. Uzasadnione wydaje się również sformułowanie hipotezy, że podobne efekty mogłyby być uzyskane na innych rynkach kapitałowych o podobnym stadium rozwoju, jednakże jej potwierdzenie wymaga pogłębionych badań. Należy jednak podkreślić, iż wyciągnięte wnioski nie obejmują analizy wpływu zmiany efektywności cząstkowej na efektywność ogólną systemu.

W związku ze znaczeniem sektora nieruchomości dla gospodarki można również postawić tezę o istotnych korzyściach ekonomicznych płynących z rozwoju badanego rynku. Podobnie, wnioskowanie w tym zakresie wymaga jednak prowadzenia dalszych badań, zwłaszcza o charakterze ilościowym, nie będących przedmiotem niniejszego opracowania.

Nie bez znaczenia są dodatkowe efekty świadomie prowadzonej polityki gospodarczej. Zwiększenie udziału inwestycji mieszkaniowych w portfelach instytucji finansowych, czy zmiana społecznego postrzegania wynajmu (prowadząca do poprawy proporcji własności lokali do ich najmu, a przez to większej mobilności pracowników) mogą dać impuls rozwoju dla całej gospodarki.

Dostęp do notowań i raportów funduszy SOCIMI notowanych na światowych giełdach to również nieocenione narzędzie do wyceny nieruchomości we wszelkiego rodzaju transakcjach, analizach i planach oraz prowadzenia dalszych badań.

LITERATURA

- [1] 2015 World Federation of Exchanges market highlights, WFE, 2014.
- [2] A case for global listed real estate securities in a mixed asset portfolio, CBRE Clarion Securities, May 2014.
- [3] Beechey M. (praca zbiorowa), *The Efficient Market Hypothesis: A Survey*, Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia, January 2000.
- [4] Blaug M., *Metodologia Ekonomii*, PWN, Warszawa 1995.
- [5] Bryx M., *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa 2006.
- [6] Fama E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance 25/2, May 1970.
- [7] Fama E. F., *Efficient Capital Markets: II*, Journal of Finance 46/5, December 1991.
- [8] *Spain, Financial Sector Report: Final Progress Report*, IMF Country Report 14/59, February 2014.
- [9] Regimen especial de las SOCIMI, www.agenciatributaria.es.
- [10] Ustawa 11/2009 z 26 października 2009 r. (BOE 259/2009) wraz z modyfikacją 16/2012 z 27 grudnia 2012r (BOE 98/2012).
- [11] *Wprowadzenie do zarządzania nieruchomościami*, (red. M. Bryx), Poltext, Warszawa 2008.
- [12] Varian H. R., *Mikroekonomia. Kurs średni - ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- [13] <http://www.expansion.com/2014/03/03/empresas/inmobiliario/1393885529.html>