

*Karolina Adamczyk*

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## Fundusze typu Real Estate Investment Trust brakującym ogniwem rynku finansowania nieruchomości w Polsce

---

### Streszczenie

Real Estate Investment Trust (REIT) jest alternatywną metodą finansowania nieruchomości, pozwalającą pozyskać kapitał zarówno od inwestorów instytucjonalnych, jak indywidualnych. W artykule zaprezentowano zalety tej struktury, bazując na rozwiązaniach legislacyjnych przyjętych w Stanach Zjednoczonych oraz państwach europejskich. Fundusze nieruchomości funkcjonujące obecnie na polskim rynku nie cieszą się uznaniem inwestorów. REIT są powszechnie uważane za doskonałą formę inwestycji na rynku nieruchomości, z uwagi na stabilne zyski i wysoki poziom dywidend, wynikający ze specyfiki tego typu funduszy. Gwarantują one również odpowiednią dywersyfikację oraz niską korelację z innymi klasami aktywów. Wprowadzenie struktury REIT na polskim rynku to rozwiązanie, które może przyczynić się do zróżnicowania metod finansowania nieruchomości oraz zwiększenia udziału inwestorów krajowych na polskim rynku.

**Słowa kluczowe:** rynek nieruchomości, REIT, inwestycje

**Kody klasyfikacji JEL:** G23, O16, R30, E22, K25

---

## 1. Wprowadzenie

Polski rynek nieruchomości zaczął się rozwijać wraz z początkiem transformacji ustrojowej, zatem jest on stosunkowo młody i znajduje się obecnie w fazie wzrostu. Jedną z barier mogącą spowalniać tempo rozwoju jest niedobór kapitału finansującego inwestycje na rynku nieruchomości. Niestety, dostęp do nowoczesnych metod finansowania, stanowiących alternatywę dla tradycyjnych form, takich jak kredyt bankowy, jest w Polsce ograniczony. Ciekawą możliwością jest pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust, które zdobywają uznanie inwestorów w wielu państwach. Fundusze te lokują środki finansowe pozyskane zarówno od indywidualnych, jak i instytucjonalnych inwestorów na rynku obiektów komercyjnych (handlowych i publicznych) oraz mieszkaniowych. Finansują również projekty deweloperskie. Dla inwestorów jest to bardzo korzystna forma pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości. Fundusze nieruchomości gwarantują profesjonalne zarządzanie, dywersyfikację ryzyka, ale przede wszystkim ograniczają wady charakterystyczne dla nieruchomości jako przedmiotu inwestycji bezpośredniej, takie jak niska płynność i wysoka kapitałochłonność. Niestety, polski rynek nieruchomości nie zagwarantował dotychczas niezbędnych regulacji prawnych stanowiących podstawy organizacyjno-podatkowe funkcjonowania polskich funduszy typu Real Estate Investment Trust, czego konsekwencją jest niski udział krajowych inwestorów w finansowaniu polskiego rynku nieruchomości.

Celem artykułu jest określenie korzyści z wprowadzenia funduszy typu Real Estate Investment Trust na polski rynek kapitałowy. Poprzez analizę metod finansowania rynku nieruchomości zbadano korzyści wynikające z pośrednictwa funduszy nieruchomości na przykładzie doświadczeń rynków europejskich i amerykańskiego oraz ich wpływ na rozwój rynku nieruchomości w Polsce.

## 2. Nieruchomość jako przedmiot inwestycji

Nieruchomości to nie tylko aktywa o charakterze lokacyjnym oraz użytkowym, lecz także potencjalny przedmiot inwestycji zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Stanowią istotną część rynku długoterminowych

produktów inwestycyjnych<sup>1</sup>. Jest to jednak szczególna forma alokacji kapitału, ze względu na specyficzne cechy nieruchomości jako przedmiotu inwestycji, która może stanowić źródło stałego dochodu z tytułu najmu, dzierżawy lub udostępniania powierzchni reklamowej. Istotny jest również fakt, że w dłuższej perspektywie czasu nieruchomość zyskuje na wartości, co stanowi doskonałe zabezpieczenie przed inflacją. Wśród dodatkowych korzyści wynikających z inwestycji w nieruchomości należy wskazać ich trwały charakter (zarówno w miejscu, jak i czasie), stanowiący zabezpieczenie przed kradzieżą oraz możliwość upłynnienia inwestycji dzięki zabezpieczeniu hipotecznemu<sup>2</sup>.

Inwestowanie w nieruchomości ma też wady, takie jak wysoka kapitałochłonność, niska płynność w przypadku zbywania praw do nieruchomości oraz długoterminowy charakter tego typu inwestycji<sup>3</sup>. Utrudniają one w znacznym stopniu budowę portfela zdywersyfikowanego geograficznie oraz pod względem typu posiadanych nieruchomości. Sytuacji nie ułatwia obecny system finansowania, który tworzy istotne bariery hamujące rozwój krajowego rynku i stanowiące o wysokim odsetku kapitału zagranicznego w inwestycjach na rynku nieruchomości.

Wyniki sondażu pt. „Najbardziej Zyskowne Formy Inwestycji”, przeprowadzonego przez Deutsche Bank i opublikowanego w czerwcu 2015 r.<sup>4</sup> ukazują ogromną przewagę nieruchomości nad innymi formami lokowania kapitału. Zdaniem Polaków, nieruchomości są najbardziej zyskową lokatą kapitału niezmiennie od roku 2011. Warto się zatem zastanowić, dlaczego tak niewielki udział na rynku nieruchomości w Polsce stanowią krajowi inwestorzy (rysunek 1).

Wśród najistotniejszych przyczyn niewielkiej popularności inwestycji w nieruchomości w polskim społeczeństwie wymienić należy<sup>5</sup>:

- niską dostępność długoterminowych kredytów,
- skomplikowane procedury kredytowe,

<sup>1</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 94–96

<sup>2</sup> E. Gołąbeska, *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, w: *Atrakcyjność inwestycyjna regionu*, red. A. Kopczuk, M. Proniewski, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2005, s. 308–310.

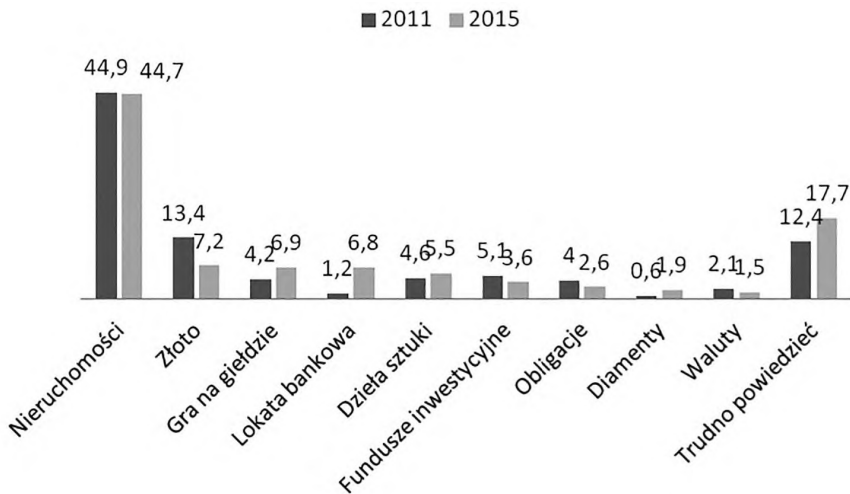
<sup>3</sup> H. Hanzel, *Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2007, s. 71.

<sup>4</sup> Wyniki dostępne na: <https://www.deutschebank.pl/biuro-prasowe/raporty-i-analizy/kategoria-materialy-analityczne/sondaz-najbardziej-zyskowe-formy-inwestycji-.html>, dostęp 11.02.2016.

<sup>5</sup> E. Gołąbeska, *Efektywność inwestowania na rynku nieruchomości przy uwzględnieniu ryzyka*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 110, Warszawa 2011, s. 16.

- niską dostępność nowoczesnych, alternatywnych metod finansowania nieruchomości,
- wysokie bariery wejścia dla inwestorów indywidualnych,
- brak istotnych zachęt w postaci zwolnień podatkowych.

Rysunek 1. Najbardziej zyskowne, zdaniem Polaków, formy inwestycji w latach 2011 i 2015 (w %)



Źródło: Sondaż „Najbardziej Zyskowne Formy Inwestycji”, Deutsche Bank, czerwiec 2015.

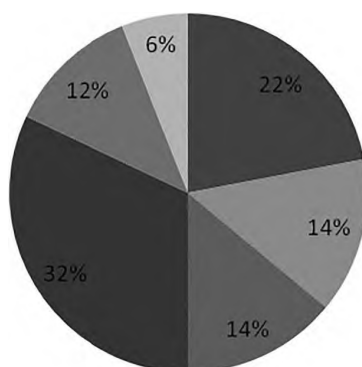
Istotna bariera, jaką jest niska dostępność zróżnicowanych metod finansowania nieruchomości, zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych, sprawia, że krajowy rynek nieruchomości jest obecnie zdominowany przez kapitał zagraniczny. Globalizacja rynków kapitałowych umożliwiła przepływ kapitałów, które finansują rozwój polskiego rynku nieruchomości. Na rysunku 2 pokazano udział inwestorów w finansowaniu inwestycji na rynku nieruchomości według pochodzenia inwestorów. Zagraniczny kapitał jest istotną determinantą rozwoju lokalnego rynku, jednakże tak duży jego udział wskazuje, że większość zysków generowanych na tym rynku jest udziałem zagranicznych inwestorów. Rodzi to obawy, że zyski te będą odpływać za granicę, zamiast być ponownie akumulowane na krajowym rynku.

Warto podkreślić, że w krajach rozwiniętych, takich jak Niemcy czy Wielka Brytania, mechanizm finansowania rynku nieruchomości charakteryzuje się dużą różnorodnością. Pojawiają się nowe metody alternatywne do tradycyjnego kanału kredytów bankowych, przede wszystkim ze względu na dużą zależność tego typu

finansowania od polityki monetarnej banku centralnego oraz od regulacji międzynarodowych. Ograniczenie finansowania inwestycji za sprawą Bazylei III, zaostrejającej reguły zarządzania kapitałem i płynnością, rodzi potrzebę wprowadzania nowych metod pozyskiwania kapitału.

Rysunek 2. Udział w finansowaniu inwestycji na rynku nieruchomości według kraju pochodzenia inwestora w 2014 r.

■ Niemcy ■ Austria ■ Wielka Brytania ■ Stany Zjednoczone ■ Polska ■ Inne



Źródło: *Market in Minutes Poland investment*, Savills World Research Poland Investment, styczeń 2015.

### 3. Real Estate Investment Trust alternatywną formą inwestowania na rynku nieruchomości

Ciekawym przykładem funduszu inwestującego w nieruchomości, pozwalającego ograniczyć niekorzystne aspekty bezpośrednich inwestycji, jest Real Estate Investment Trust, w skrócie REIT. Jest to instytucja wspólnego inwestowania, która swoje aktywa lokuje w nieruchomościach i czerpie zyski z zarządzania nimi<sup>6</sup>. Główne przychody stanowią czynsze z wynajmu długoterminowego powierzchni biurowych, handlowych i usługowych oraz papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, zależnie od strategii inwestycyjnej. Warto zaznaczyć, że REIT nie jest spółką handlową, lecz zintegrowaną firmą, która jest zarówno właścicielem, zarządzającym,

<sup>6</sup> T. Mühlhofer, *Trading Constraints and the Investment Value of Real Estate Investment Trusts: An Empirical Examination*, London School of Economics and Political Science, London 2005, s. 10.

jak i inwestorem w sektorze nieruchomości. Najczęściej jest notowana na giełdzie, co warunkuje kolejną zaletę tej struktury, jaką jest wysoka płynność i bieżąca wycena.

Na zagranicznych rynkach z powodzeniem funkcjonują różne typu funduszy REIT, w zależności od źródła dochodu<sup>7</sup>:

- hipoteczne – lokują aktywa w obligacje hipoteczne oraz w wierzytelnościach zabezpieczonych hipoteką,
- kapitałowe – czerpią dochody z bezpośrednich inwestycji w nieruchomości,
- mieszane – łączą inwestycje bezpośrednie z instrumentami opartymi na hipotece.

Celem inwestycyjnym funduszy REIT są przede wszystkim nieruchomości o charakterze dochodowym, czyli takie, które generują stałe strumienie dochodów czynszowych. Zalicza się do nich głównie nieruchomości komercyjne<sup>8</sup>:

- handlowe,
- biurowe,
- usługowe,
- magazynowe.

Warto zaznaczyć, że struktura typu REIT jest dostępna zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. W przypadku pierwszej grupy, jej ogromną zaletą jest brak sztywno określonych minimalnych kwot inwestycyjnych. To bardzo ważne z perspektywy polskich drobnych inwestorów, którym owe limity uniemożliwiały często udział w funduszach inwestycyjnych dostępnych obecnie na krajowym rynku. Fundusze rynku niepublicznego wymagają wysokiego progu wejścia, rzędu 40 tys. EUR, a zapisy na certyfikaty mają formę niepubliczną. Oferta skierowana do klientów dysponujących mniejszym kapitałem wymaga zainwestowania minimum kilku tysięcy złotych. Fundusze REIT umożliwiają zatem drobnym inwestorom czerpanie zysków z udziału w inwestycji w dobrze zdywersyfikowany portfel nieruchomości, co byłoby niezwykle trudne w przypadku inwestycji bezpośredniej, ze względu na dużą kapitałochłonność przedmiotu inwestycji.

Z perspektywy inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne czy zakłady ubezpieczeń, inwestycje za pośrednictwem REIT pozwalają na osiągnięcie istotnych korzyści<sup>9</sup>:

---

<sup>7</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, s. 17–18.

<sup>8</sup> H. Gawron, *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2006, s. 11.

<sup>9</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 184.

- duże bezpieczeństwo spowodowane stałymi strumieniami dochodów czynszowych, wynikających z długoterminowych umów z najemcami,
- redukcja ryzyka poprzez zdywersyfikowanie posiadanego portfela,
- niska korelacja z rynkiem akcji i obligacji,
- odporność na inflację.

Cechą wyróżniającą fundusze typu REIT spośród innych rodzajów funduszy inwestujących na rynku nieruchomości jest ich uprzywilejowana pozycja podatkowa. Fundusze te są bowiem zwolnione z podatku dochodowego, pod warunkiem spełnienia wymogu wypłaty określonej minimalnej części zysku w postaci dywidendy, co powala uniknąć w tym przypadku podwójnego opodatkowania. Fundusze funkcjonujące obecnie na polskim rynku podlegają podatkowi dochodowemu od wypracowanego zysku, a jednocześnie akcjonariusze płacą podatek od dywidendy. W przypadku funduszu typu REIT jedynym obowiązującym podatkiem jest podatek od dywidendy.

Aby móc uzyskać status funduszy typu REIT i tym samym podlegać powyższemu zwolnieniu, fundusz musi spełnić szereg warunków, z których najważniejsze to<sup>10</sup>:

- określona forma prawna, jako spółka akcyjna z wewnętrzną strukturą zarządzającą,
- sprecyzowana minimalna liczba akcjonariuszy/udziałowców,
- maksymalna liczba akcji/świadectw inwestycyjnych posiadanych przez jednego akcjonariusza,
- minimalny udział nieruchomości, papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami lub gotówki w aktywach ogółem,
- maksymalny udział papierów wartościowych emitentów innych niż Skarb Państwa,
- minimalny udział czynszów, odsetek od wierzytelności hipotecznych, dochodów ze sprzedaży posiadanych w portfelu nieruchomości lub wierzytelności hipotecznych w dochodach ogółem.

Kraje, które wprowadziły odpowiednie ustawodawstwo umożliwiające funkcjonowanie funduszy typu REIT, dokładnie określiły przedziały liczbowe i procentowe dla wskazanych powyżej relacji. Jakikolwiek uchybienia w dostosowaniu się do nich skutkować mogą bezwzględną utratą przywileju podatkowego.

Fundusze typu REIT zapewniają duże bezpieczeństwo inwestycji związane z dywersyfikacją zarówno geograficzną, jak i sektorową nieruchomości posiadanych w portfelu inwestycyjnym. Wśród rodzajów nieruchomości, które miały największy

---

<sup>10</sup> <https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>, dostęp 14.02.2016.



udział w strukturze portfeli inwestycyjnych funduszy amerykańskich na koniec 2014 r., wymienić należy<sup>11</sup>:

- centra handlowe – 12%,
- budynki związane z ochroną i opieką zdrowotną – 11%,
- infrastruktura – 7%,
- apartamenty – 11%.

Poza REIT bardzo zdywersyfikowanymi sektorowo zaczęły również powstawać fundusze wyspecjalizowane, które lokują środki w określonym typie nieruchomości. Inwestor ma zatem szeroki wybór dostępnych strategii inwestycyjnych.

## 4. Rynek nieruchomości jako ważna platforma inwestycyjna

Warto podkreślić ogromną zależność rynku kapitałowego oraz rynku nieruchomości, która może przyczynić się do wzrostu tempa jego rozwoju. Inwestorzy są w stanie dostarczyć znaczne zasoby długoterminowego kapitału, które za sprawą funduszy inwestycyjnych zostaną przeznaczone na finansowanie rozwoju rynku nieruchomości. Inwestorzy będą mogli czerpać stałe dochody z czynszu, korzystać z długoterminowego wzrostu wartości nieruchomości, mając jednocześnie możliwość zbycia udziałów, co niweluje wadę nieruchomości jako przedmiotu inwestycji, jaką jest niska płynność.

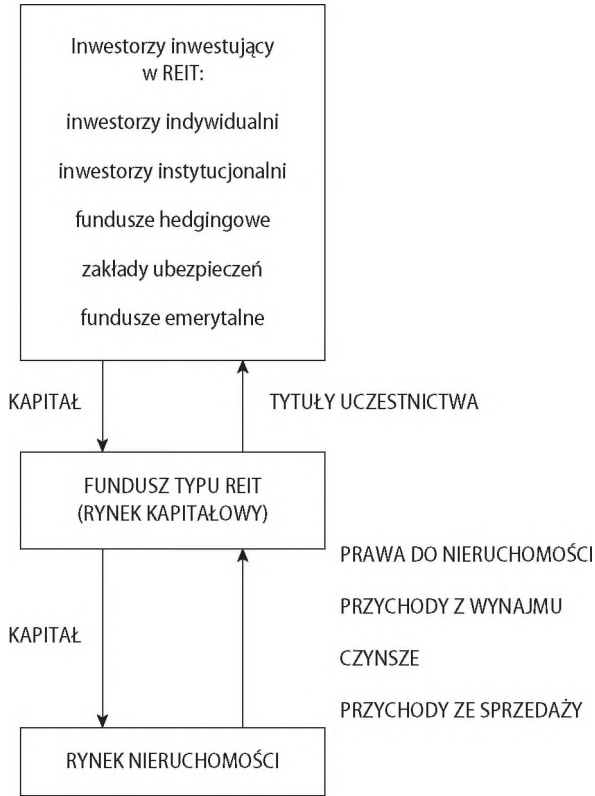
Finansowanie inwestycji na rynku nieruchomości wymaga znacznych nakładów kapitałowych. W Polsce źródłem tego kapitału, oprócz kredytów bankowych, są zagraniczne fundusze inwestycyjne. Na rysunku 3 przedstawiono zależność między funduszami REIT a rynkiem nieruchomości. Pokazano przepływ kapitału od inwestorów zaangażowanych w fundusz, który zasila rynek nieruchomości, oraz przychody generowane przez posiadany portfel inwestycyjny. Fundusze typu REIT stanowią zatem istotny instrument długoterminowego finansowania inwestycji, stanowiący alternatywę dla tradycyjnego kanału kredytowego oferowanego przez banki.

---

<sup>11</sup> *The investor's guide to REITs*, NAREIT, styczeń 2015.



Rysunek 3. Zależność rynku kapitałowego i rynku nieruchomości



Źródło: opracowanie własne.

## 5. Geneza funduszy REIT na świecie

Jednym z pierwszych funduszy inwestujących w nieruchomości, uważanym za prekursora funduszy typu REIT, był założony w 1893 r. The Boston Personal Property Trust. Ze względu na zwolnienie z podatków federalnych oraz wypłatę dywidend na podstawie dobrych wyników inwestycyjnych, zyskał on duże zainteresowanie inwestorów. Regulacje prawne odnoszące się do działalności funduszy REIT w Stanach Zjednoczonych zostały wprowadzone w 1960 r. jako Real Estate Investment Trust Act. W tym samym roku powołano organizację NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust), która ma za zadanie reprezentowanie funduszy w stosunku do instytucji zewnętrznych. Organizacja ta zajęła się również

wprowadzaniem indeksów rynku nieruchomości. Dzięki niej w 2004 r. został uruchomiony Global Real Estate Indeks w wersji real-time.

Pierwszym krajem europejskim, w którym powstał fundusz bazujący na amerykańskich regulacjach REIT, była Holandia, gdzie wprowadzono fundusze FBI (Fiscale Beleggingsinstelling). Dopiero na przełomie wieków XX i XXI fundusze inwestujące w nieruchomości oraz gwarantujące przywileje podatkowe na wzór REIT zaczęły powstawać w innych krajach europejskich: w Belgii – SICAFI, we Francji – SIIC, w Bułgarii – SPIC, we Włoszech – REIF, w Grecji – REIC (tabela 1). Stało się tak za sprawą rosnącej konkurencji w postaci funduszy amerykańskich i azjatyckich. Obecnie struktura REIT funkcjonuje z powodzeniem w 37 krajach. W 1999 r. zostało utworzone stowarzyszenie EPRA (European Public Real Estate Organization) oraz powstał pierwszy indeks rynku nieruchomości na skalę europejską.

**Tabela 1. Liczba REIT w państwach europejskich, data ich utworzenia oraz nazwa, pod jaką funkcjonują w lokalnych systemach legislacyjnych**

Państwo	Liczba REIT w 2015 r.	Rok wprowadzenia regulacji umożliwiających tworzenie REIT	Nazwa funduszu
Belgia	17	1995	Societe d'investissement a capital fixe
Bułgaria	18	2003	BG-Reit
Francja	33	2003	Societe d'investissements immobiliers cotees
Niemcy	3	2007	German Real Estate Investment Trust
Holandia	5	1970	Fiscale Beleggingsinstelling
Turcja	27	1998	Gayrimenkul Yat
Wielka Brytania	22	2007	UK Real Estate Investment Trust

Źródło: EPRA, *Global Reit Survey*, wrzesień 2014.

Jak wynika z prezentowanych danych, wiele państw wprowadziło już wewnętrzne regulacje dotyczące funduszy typu REIT. Europejski rynek charakteryzuje się jednak brakiem jednolitych regulacji odnośnie do warunków tworzenia i funkcjonowania tego typu funduszy. Raport „The EU REIT and the Internal Market for Real Estate” z 2007 r. wskazywał na konieczność implementacji jednorodnych uregulowań formalnych i prawnych funkcjonowania REIT na rynkach europejskich. W raporcie przygotowanym przez grupę ekspertów analizowano czynniki warunkujące potrzebę ujednoczenia regulacji. Zakres takich regulacji powinien dotyczyć między innymi: formy prawnej funduszu, zakresu działalności kwalifikowanej,

wymagań dotyczących aktywów i struktury przychodów, dekoncentracji kapitału, finansowania działalności, zasad opodatkowania. Podkreślono problem budowania stabilności europejskiego rynku nieruchomości oraz zapobiegania rejestracji spółek w krajach zaliczanych do tzw. rajów podatkowych. Wskazano również istotną rolę specjalizacji inwestycji w nowoczesne segmenty rynku nieruchomości, zwiększenie jego płynności i przejrzystości przy jednoczesnym minimalizowaniu ryzyka. Wciąż trwają dyskusje nad dyrektywą unijną regulującą tworzenie i funkcjonowanie instrumentu paneuropejskiego, który umożliwiłby efektywną transmisję kapitału na rynku nieruchomości. W tabeli 2 zaprezentowano różnice dotyczące regulacji funkcjonowania struktury typu REIT w czterech wybranych państwach europejskich.

**Tabela 2. Legislacyjne różnice funkcjonowania struktury typu REIT**

Państwo	Nieruchomości jako % aktywów	Udział przychodów kwalifikowanych w przychodach ogółem (w %)	Zysk wypłacany w formie dywidendy (w %)
Wielka Brytania	75	75	90
Francja	75	75	85
Włochy	80	80	85
Niemcy	75	75	90

Źródło: jak pod tab. 1.

Wartość globalnego rynku REIT wynosi obecnie 1,5 bln USD, z czego większość – aż 64% przypada na USA, a po 12% na Azję i Europę<sup>12</sup>. Mimo tak dynamicznego rozwoju funduszy typu REIT i rosnącego zainteresowania nimi wśród inwestorów, w Polsce wciąż nie uchwalono przepisów, które umożliwiłyby ich tworzenie i funkcjonowanie. Korzystając z doświadczeń innych państw, mamy jednak możliwość wprowadzenia zmian w ustawie o funduszach inwestycyjnych oraz o podatku dochodowym, celem implementacji modeli sprawnie funkcjonujących na zagranicznych rynkach.

<sup>12</sup> H. Kozieł, *REIT, czyli wielka szansa dla rynku*, Warsaw Capital Market Summit 2015, Warszawa, czerwiec 2015.

## 6. Specyfika polskich funduszy inwestujących w nieruchomości

Na zagranicznych rynkach kapitałowych fundusze inwestujące w nieruchomości mają istotny udział w ich finansowaniu i stanowią alternatywę dla kredytów bankowych. W Polsce rynek ten ma krótką historię. Dopiero z dniem wejścia w życie znowelizowanej ustawy o funduszach inwestycyjnych w 2000 r. nieruchomości została uznana za dopuszczalną formę lokaty kapitału specjalnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Zgodnie z obowiązującym ustawodawstwem, w Polsce istnieją dwie prawnie przewidziane formy funduszy inwestycyjnych nieruchomości. Otwarte fundusze inwestycyjne (FIO, SFIO), które dokonują wyłącznie pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości, np. poprzez zakup akcji spółek budowlanych czy deweloperskich działających na tym rynku. Alternatywą dla nich są fundusze zamknięte, które mogą dokonywać inwestycji bezpośrednich. Charakteryzują się one bardziej elastyczną polityką inwestycyjną ze względu na brak konieczności utrzymywania płynnych rezerw. Wymagana jest również mniejsza dywersyfikacja portfela.

W Polsce ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych<sup>13</sup> nakładała na fundusze obowiązek lokowania 90% aktywów w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub NBP, co w znacznym stopniu hamowało rozwój funduszy nieruchomości w Polsce. Dopiero nowelizacja tejże ustawy<sup>14</sup> rozszerzyła dostępne możliwości inwestycyjne funduszy o prawa własności do nieruchomości. Niestety obostrzenia dotyczące stopnia dywersyfikacji uniemożliwiały zakup nieruchomości, której wartość byłaby wyższa niż 10% aktywów funduszu. Dopiero w 2002 r. został utworzony fundusz inwestycyjny Skarbiec Nieruchomości i SFIZ, który aktywa miał lokować w grunty budowlane i rolne, z możliwością odrolnienia i przekształcenia w budowlane. Zakładano, że uda się pozyskać między 30 a 150 mln zł. Niestety subskrypcja nie osiągnęła minimalnego poziomu i ostatecznie nie uruchomiono funduszu<sup>15</sup>. Przyczyn niskiego

<sup>13</sup> Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz.U. nr 35, poz. 155.

<sup>14</sup> Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 114 poz. 1192.

<sup>15</sup> K. Gabryelczyk, G. Borowski, *Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce*, w: *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzbę, Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa, s. 105–107.

zainteresowania można upatrywać w korzystniejszych alternatywach dla inwestorów, które oferowały wyższą stopę zwrotu i relatywnie krótszy okres inwestycji. W tamtym czasie rynek nieruchomości w Polsce znajdował się w początkowej fazie wzrostu. Brakowało na nim również podmiotów wyspecjalizowanych w zarządzaniu nieruchomościami. Kolejną nieudaną próbą utworzenia funduszu nieruchomości w Polsce był CA IB Sektora Nieruchomości SFI, który miał na celu inwestowanie w papiery wartościowe emitowane przez spółki działające na rynku nieruchomości. Tym razem powodem było niewystarczające doświadczenie kadry zarządzającej oraz znaczne opłaty za zarządzanie<sup>16</sup>.

Zmianę na rynku wymusiło dopiero przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Uchwalono ustawę o funduszach inwestycyjnych<sup>17</sup>, która wprowadziła znaczące zmiany dotyczące pośrednio inwestycji w nieruchomości. Zwiększyła ona dotychczasowy limit wartości aktywów przeznaczonych na nabycie praw do jednej nieruchomości z 10 do 25% oraz dopuściła możliwość nabywania nieruchomości obciążonych prawami na rzecz osób trzecich. Zmiany te doprowadziły do utworzenia funduszu Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, który podjął się inwestycji w mieszkania, biurowce oraz papiery wartościowe spółek działających na rynku nieruchomości. Po sukcesie tej subskrypcji zaczęły powstawać kolejne fundusze inwestujące w nieruchomości.

W obecnej formie fundusze te nie cieszą się jednak dużą popularnością wśród inwestorów, głównie ze względu na zmienne, nieprzewidywalne wyniki. Brakującym ogniwem na rynku funduszy nieruchomości w Polsce są wspomniane REIT, które odnotowują na świecie stabilne i przewidywalne wyniki oparte na stałych przepływach dochodów czynszowych gwarantowanych przez długoterminowe umowy najmu. Ważną zaletą z perspektywy inwestorów jest również cykliczna wypłata zysków w postaci dywidend, która jest charakterystyczna dla tego typu struktury i warunkuje jej zwolnienia podatkowe. Warto również wspomnieć, o dużej płynności REIT, w przeciwieństwie do FIZ, które w znacznym stopniu ograniczają możliwość obrotu udziałami. REIT nie nakładają również na inwestorów minimalnych kwot inwestycji, zatem stanowią idealną ofertę dla inwestorów indywidualnych, którym wysokie bariery wejścia nakładane przez FIZ uniemożliwiają pośrednie inwestowanie na rynku nieruchomości<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Warszawa 2010, s. 10.

<sup>17</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 146, poz. 1576.

<sup>18</sup> Barclays, *Equity Reserch, U.S. Reits*, New York 2012, s. 12.

W Polsce możliwe jest wyłącznie pośrednie inwestowanie w REIT, a bardziej precyzyjnie partycypacja w ich wynikach poprzez produkty strukturyzowane, np. udział w funduszu zamkniętym KBC Index Światowych Nieruchomości, który bazuje na indeksie japońskich oraz europejskich REIT<sup>19</sup>. Jedyny jak dotąd dostępny na naszym rynku odpowiednik REIT (funkcjonujący wg prawa austriackiego) – Immoeast AG został wycofany z obrotu w kwietniu 2010 roku. Warto zaznaczyć, że zagraniczne REIT inwestują w Polsce, np. spółka SEGRO<sup>20</sup>, brytyjski REIT notowany na giełdzie w Londynie prowadzi kilka dużych projektów w naszym kraju. Warto również wspomnieć o holendersko-francuskim funduszu Unibail-Rodamco, który jest właścicielem powierzchni handlowych w Warszawie – między innymi Galerii Mokotów, Złotych Tarasów oraz Arkadii. Niestety, w zyskach z tego typu inwestycji partycypują wyłącznie zagraniczni inwestorzy. Biorąc pod uwagę prezentowane korzyści wynikające z inwestycji za pośrednictwem REIT, wprowadzenie niezbędnych regulacji prawnych celem umożliwienia tworzenia krajowych funduszy tego typu wydaje się dobrym rozwiązaniem, mogącym w dłuższej perspektywie pozytywnie wpłynąć na rozwój polskiego rynku nieruchomości.

Tendencje rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Europie oraz na świecie wskazują wyraźnie na niedostosowanie Polski do globalnych trendów. W obecnej formie fundusze nieruchomości nie wywierają znaczącego wpływu na rozwój rynku nieruchomości w Polsce. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest ich niewielka atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów, a co za tym idzie – trudności w pozyskaniu znacznych zasobów kapitału. Jest to ewidentny znak, iż konieczne jest poszukiwanie nowych rozwiązań, które pozwolą osiągnąć większą dynamikę rozwoju rynku nieruchomości w Polsce, bazując na doświadczeniach rynków europejskich.

Na rynku amerykańskim fundusze typu REIT zyskały szerokie grono inwestorów, którzy cenią sobie stabilne i stosunkowo wysokie stopy zwrotu oraz regularną wypłatę dywidend, idącą w parze z przywilejami podatkowymi. Eksperti National Association of Real Estate Trusts (NAREIT) prognozują, że REIT są bardzo korzystną formą alokacji kapitału. Wprowadzenie niezbędnych podstaw legislacyjnych, tworzących grunt do implementacji REIT na polskim rynku kapitałowym, może skutkować zwiększeniem tempa rozwoju rynku nieruchomości dzięki napływowi krajowego kapitału. Bazując na historycznych stopach zwrotu za granicą,

<sup>19</sup> [http://kbctfi.pl/fundusze\\_inwestycyjne/archiwum/kbc\\_index\\_swiatowych\\_nieruchomosci\\_fiz](http://kbctfi.pl/fundusze_inwestycyjne/archiwum/kbc_index_swiatowych_nieruchomosci_fiz), dostęp 14.02.2016.

<sup>20</sup> <http://www.segro.com/>, dostęp 14.02.2016.

można przypuszczać, że wprowadzenie REIT na krajowym rynku będzie również korzystne dla inwestorów.

## 7. Podsumowanie

Podsumowując: polski rynek nieruchomości wymaga wprowadzenia zmian legislacyjnych umożliwiających powstawanie i funkcjonowanie uprzywilejowanych podatkowo funduszy typu REIT. Wprowadzenie nowych, alternatywnych dla kredytów bankowych metod pozyskiwania kapitału na inwestycje w nieruchomości pozwoli zwiększyć udział krajowych inwestorów, zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych w strukturze finansowania rynku.

W artykule zaprezentowano korzyści, jakie oferuje inwestorom struktura typu REIT. Wśród najistotniejszych warto wspomnieć o zwolnieniu z podatku dochodowego na poziomie funduszu, dużej dywersyfikacji zarówno geograficznej, jak i sektorowej, wysokiej płynności, profesjonalnym zarządzaniu oraz systematycznej wypłacie dywidend.

Z perspektywy lokalnego rynku nieruchomości za czynniki sprzyjające rozwojowi REIT na polskim rynku należy uznać:

- rosnące znaczenie nieruchomości jako aktywów inwestycyjnych na świecie,
- możliwość lokowania kapitału funduszy emerytalnych w fundusze typu REIT,
- korzystne i stabilne wyniki tych funduszy w krajach, które wprowadziły niezbędne regulacje prawne,
- niskie rynkowe stopy procentowe, które zachęcają inwestorów do poszukiwania alternatywnych form alokacji kapitału.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że wprowadzenie funduszy typu REIT na polskim rynku kapitałowym mogłoby w pozytywny sposób wpłynąć na rozwój rynku nieruchomości poprzez zróżnicowanie metod finansowania inwestycji, jak również poprzez profesjonalne zarządzanie portfelem nieruchomości.

## Bibliografia

1. Barclays, *Equity Reserch*, U.S. Reits, New York 2012.
2. Chan S., Erickson J., Wang K., *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities*, Oxford University Press, New York 2003.



3. Gabryelczyk K., Borowski G., *Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce*, w: *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzbą, CeDeWu, Warszawa 2003.
4. Gawron H., *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2006.
5. Gołąbeska E., *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, w: *Atrakcyjność inwestycyjna regionu*, red. A. Kopczuk, M. Proniewski, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2005.
6. Gołąbeska E., *Efektywność inwestowania na rynku nieruchomości przy uwzględnieniu ryzyka*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, Zeszyt Naukowy 110, Warszawa 2011.
7. Hanzel H., *Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2007.
8. Kozieł H., *REIT, czyli wielka szansa dla rynku*, Warsaw Capital Market Summit 2015, Warszawa 18 czerwca 2015.
9. Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
10. Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
11. *Market in Minutes Poland investment*, Savills World Research Poland Investment, styczeń 2015.
12. Mühlhofer T., *Trading Constraints and the Investment Value of Real Estate Investment Trusts: An Empirical Examination*, London School of Economics and Political Science, London 2005.
13. *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Warszawa 2010.
14. Sondaż „Najbardziej Zyskowne Formy Inwestycji”, Deutsche Bank, czerwiec 2015.
15. *The investor’s guide to REITs*, NAREIT, styczeń 2015.

### Strony internetowe

1. <http://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>
2. [http://www.epra.com/media/EPRA\\_REIT\\_2014\\_GLOBAL\\_1417773403962.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_REIT_2014_GLOBAL_1417773403962.pdf)
3. <http://segro.com>
4. <http://www.kbctfi.pl>
5. <https://www.deutschebank.pl/biuro-prasowe/raporty-i-analizy/kategoria-materialy-analityczne/sondaz-najbardziej-zyskowne-formy-inwestycji-.html>

## Akty prawne

1. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. nr 146, poz. 1576.
2. Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 114, poz. 1192.
3. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz.U. nr 35, poz. 155.

---

## Real Estate Investment Trust Funds: a Missing Link in Real Estate Financing Market in Poland

---

### Summary

Real Estate Investment Trust is an alternative way of real estate financing, which allows raising capital from institutional and individual investors. The paper discusses the advantages of such an arrangement in the light of legislative solutions adopted in the United States and in the European countries. In Poland the currently available real estate funds do not enjoy a good reputation in investors' eyes. REITs are commonly considered an excellent investment option in real estate market since they offer stable profit and high dividend specific for such funds. They also ensure adequate diversification and little correlation with other types of assets. The launching of REIT structure into the Polish market may contribute to the diversification of real estate financing patterns and enhance the share of domestic investors in the market.

**Keywords:** real estate market, REIT, investment

---