



UNIwersytet Ekonomiczny
w Poznaniu

WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA

Anna Mazurczak

**ZNACZENIE FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI
TYPU REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REITs)
W ROZWOJU RYNKU NIERUCHOMOŚCI
W POLSCE**

Rozprawa doktorska

Promotor:

Prof. zw. dr hab. Henryk Gawron

Poznań 2011

Spis treści

WSTĘP	3
ROZDZIAŁ 1	
ISTOTA RYNKU NIERUCHOMOŚCI JAKO RYNKU INWESTYCYJNEGO I ŹRÓDŁA FINANSOWANIA	
RYNKU NIERUCHOMOŚCI	12
1.1. Nieruchomość jako przedmiot inwestowania	12
1.2. Istota rynku nieruchomości jako rynku inwestycyjnego.....	20
1.3. Modele funkcjonowania rynku nieruchomości na rynkach rozwiniętych	29
1.4. Powiązania rynku nieruchomości	32
1.5. Źródła finansowania rynku nieruchomości.....	42
1.6. Rola funduszy nieruchomości w finansowaniu rynku nieruchomości.....	48
ROZDZIAŁ 2	
WARUNKI DZIAŁALNOŚCI FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI W POLSCE.....	59
2.1. Pojęcie oraz ramy prawno – organizacyjne funduszu inwestycyjnego.....	59
2.2. Rodzaje i polityka inwestycyjna funduszy inwestycyjnych.....	68
2.3. Istota i rodzaje funduszy nieruchomości na świecie.....	85
2.4. Uwarunkowania rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce.....	89
2.5. Rynek zamkniętych publicznych funduszy nieruchomości w Polsce.....	96
ROZDZIAŁ 3	
DZIAŁALNOŚĆ FUNDUSZY TYPU REITs w USA.....	105
3.1. Historia funkcjonowania REITs w USA.....	105
3.2. Rodzaje REITs	115
3.3. Portfel inwestycyjny REITs	119
3.4. Testy zgodności REITs	122
3.5. Forma prawna i struktura organizacyjna.....	125
3.6. Zarządzanie i doradztwo inwestycyjne	130
3.7. Zalety REITs	131
3.8. Emisje kapitałowe REITs jako źródło pozyskiwania kapitału.....	143
ROZDZIAŁ 4	
EUROPEJSKIE REGULACJE W ZAKRESIE TWORZENIA STRUKTUR FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI	
TYPU REITs	148
4.1. Regulacje prawne dotyczące europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych UCITS oraz non-UCITS	148
4.2. EU – Real Estate Investment Trusts.....	153

4.3. Doświadczenia Niemiec i Wielkiej Brytanii w zakresie implementacji struktury EU-REITs	164
4.4. Perspektywy wprowadzenia funduszy typu REITs na rynku polskim	185
ROZDZIAŁ 5	
PERSPEKTYWY ROZWOJU FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI W POLSCE	190
5.1. Metodologia prowadzonych badań	190
5.2. Ocena poziomu rozwoju polskiego rynku kapitałowego w aspekcie rozwoju sektora funduszy nieruchomości.....	195
5.3. Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce w opinii ekspertów rynku kapitałowego	227
5.4. Profil inwestora zainteresowanego rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce	245
ZAKOŃCZENIE.....	247
SPIS LITERATURY	253
SPIS TABEL	259
SPIS RYSUNKÓW	261
SPIS WYKRESÓW	262
ANEKS	265

Wstęp

Podstawowym warunkiem rozwoju każdego rynku nieruchomości jest dostęp do odpowiednich zasobów kapitału. Cechą charakterystyczną rynków rozwijających się, takich jak Polska, jest bez wątpienia niedobór kapitału. Powstaje jednak zasadnicze pytanie, jakie metody i źródła finansowania rynku nieruchomości mogą mieć znaczenie dla rozwoju rynku nieruchomości.

Rynek nieruchomości w Polsce zaczął się kształtować w momencie rozpoczęcia transformacji ustrojowej na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Wtedy w życie weszły rynkowe uwarunkowania stosunków zachodzących zarówno w całej gospodarce, jak i w jednym z jej sektorów jakim jest rynek nieruchomości. Po blisko 20 latach funkcjonowania rynku nieruchomości można dokonać oceny poziomu jego dotychczasowego rozwoju w kontekście dostępnych metod finansowania.

Analizując doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych, należy zauważyć, że poziom rozwoju rynku nieruchomości w głównej mierze zależy od systemu finansowania. Wysoka kapitałochłonność inwestycji w nieruchomości wymusza konieczność korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania. W Polsce system finansowania nie oferuje jeszcze instrumentów mogących przyczynić się do poprawy sytuacji, przez co nie nadąża za rozwojem rynku nieruchomości, stając się w ten sposób jego hamulcem. Szansą dla rozwoju rynku może być pojawienie się dużych zasobów wolnego i prywatnego kapitału.

Rozwinięty rynek nieruchomości charakteryzuje się dostępem do nowoczesnych metod jego finansowania. Zatem wraz z rozwojem rynku nieruchomości powinien się rozwijać wyspecjalizowany w tej dziedzinie system finansowy. Podstawowym źródłem kapitału na każdym rynku nieruchomości jest niewątpliwie kredyt bankowy. Jednak nie można mówić o rynku rozwiniętym jeżeli nie ma dostępu do innych alternatywnych metod typu leasing nieruchomości, Project Finance, Buy Back czy też przeżywająca gwałtowny rozwój w Polsce w latach 2006/2007 bankowość hipoteczna. W poszukiwaniu kapitału rynek nieruchomości powinien także sięgać po fundusze nieruchomości, których aktywność na danym rynku gwarantuje dopływ środków finansowych przeznaczonych na nowe inwestycje, głównie w sektorze nieruchomości komercyjnych.

Istotą funduszy inwestycyjnych nieruchomości jest gromadzenie środków finansowych od indywidualnych lub instytucjonalnych inwestorów i lokowanie ich głównie w nieruchomości komercyjne, przy uwzględnieniu długiego horyzontu czasowego i

ograniczeniu związanego z tym ryzyka. Fundusze nieruchomości łączą w sobie zalety inwestowania na rynku nieruchomości z zaletami lokowania środków w papiery wartościowe, oferując inwestorom doskonały instrument rynku kapitałowego, zapewniający szereg korzyści, tj. relatywnie wysoką stopę zwrotu, bezpieczeństwo lokaty oraz wysoką płynność, niwelując równocześnie wady samej nieruchomości jako przedmiotu inwestowania.

Polski rynek funduszy nieruchomości jest rynkiem stosunkowo młodym i znajdującym się ciągle na etapie rozwoju. Charakteryzuje się zatem mniejszą konkurencyjnością oferowanych na nim produktów aniżeli inne rynki europejskie. Skutkiem tego jest niewielki wpływ tego sektora na rozwój rynku nieruchomości. Nie udało się do tej pory przygotować podstaw prawnych, podatkowych i organizacyjnych otwierających drogę do wprowadzenia nowoczesnych instrumentów jakimi są fundusze nieruchomości typu Real Estate Investment Trusts (REITs)¹, łączące w sobie zalety rynku kapitałowego i równocześnie wykorzystujących możliwości rynku nieruchomości. Z tego też względu polski rynek funduszy nieruchomości charakteryzuje się niewielką dynamiką.

Na rozwiniętych, dojrzałych rynkach nieruchomości fundusze inwestycyjne typu REITs w znaczący sposób finansują nieruchomości oraz projekty deweloperskie i inwestycyjne związane z nieruchomościami zarówno mieszkaniowymi, jak i komercyjnymi – handlowymi, biurowymi, logistycznymi czy też publicznymi, jak szpitale, domy opieki. W krajach takich jak USA, Niemcy czy Wielka Brytania, fundusze nieruchomości cieszą się znacznie większym zainteresowaniem ze strony inwestorów, niż ma to miejsce w przypadku Polski. Przemawia za tym wiele argumentów: profesjonalne zarządzanie, dywersyfikacja ryzyka, elastyczność wyboru oraz atrakcyjne formy organizacyjne i prawne funduszy, m.in. REITs. Niestety w Polsce brakuje też podstawowej wiedzy społeczeństwa na temat takich form inwestowania na rynku nieruchomości, co nie sprzyja rozwojowi rynku.

W kontekście obserwowanej od początku 2000 r. ekspansji funduszy typu REITs na rynkach europejskich, nasuwają się dwa podstawowe pytania badawcze. Po pierwsze, czy polski rynek nieruchomości może budować jakąkolwiek przewagę konkurencyjną bez dostępu do sprawdzonych mechanizmów finansowania? Po drugie, jakie działania należałoby podjąć, aby stać się aktywnym uczestnikiem i jednocześnie beneficjentem globalnych przepływów kapitałowych w ramach rynku nieruchomości?

¹ Real Estate Investment Trusts – rodzaj funduszu nieruchomości, najbardziej rozwinięty na rynku amerykańskim, uznawany, ze względu na możliwości pozyskiwania znacznych zasobów kapitału, za istotny segment finansowania rynku nieruchomości. Na potrzeby rozprawy, w treści będzie stosowany skrót REITs.

Fundusze nieruchomości w warunkach ograniczeń finansowych powinny należeć do szczególnie popieranych przez państwo form przedsięwzięć finansowych na polskim rynku kapitałowym i rynku nieruchomości. Upowszechnienie działalności funduszy nieruchomości może bowiem wytyczyć nowe kierunki rozwoju mechanizmów finansowania rynku nieruchomości. Fundusze inwestycyjne nieruchomości, umożliwiające z jednej strony inwestowanie dużej grupie społeczeństwa, oczekującej bezpieczeństwa inwestycji i stabilnej stopy zwrotu, z drugiej strony będące źródłem odpowiednio wysokich zasobów kapitału. Niestety istniejące w Polsce fundusze nieruchomości, ze względu na swoją formę prawną i duże ograniczenia inwestycyjne, dostępne są raczej dla bardzo ograniczonej grupy inwestorów. Również oferta kilku funduszy działających na naszym rodzimym rynku jest znacznie ograniczona i mało konkurencyjna w stosunku do innych możliwych sposobów alokacji kapitału.

Rozwój rynku nieruchomości stanowi jeden z obszarów objętych działaniami integracyjnymi Unii Europejskiej. Działania te w poszczególnych krajach członkowskich odbywają się zgodnie z zasadami swobody przepływu towarów, usług, ludzi i kapitału, co z kolei ma sprzyjać podejmowaniu racjonalnych decyzji inwestycyjnych oraz prowadzeniu działalności gospodarczej w sposób umożliwiający osiągnięcie wysokiej efektywności i optymalne wykorzystanie zasobów². Integracja europejska i możliwości, jakie niosą ze sobą jednolite struktury rynkowe w ramach Unii, wydają się być czynnikiem koniecznym w rozwoju rynku kapitałowego, i powiązanego z nim, rynku nieruchomości.

W dotychczasowym dorobku teoretycznym i empirycznym dotyczącym zagadnienia finansowania rynku nieruchomości, brakuje kompleksowych badań odpowiadających wymogom nowoczesnych metod finansowania jakim są fundusze nieruchomości typu REITs oraz ich znaczenia w rozwoju rynków nieruchomości. Punktem wyjścia do rozważań na temat funduszy nieruchomości typu REITs był niewątpliwie trwający proces globalizacji rynków funduszy nieruchomości oraz obserwowana ścieżka ekspansji tego rodzaju funduszy na innych rynkach Unii Europejskiej. Zgodnie ze spostrzeżeniami M.Bryxa dotyczącymi aspektów globalizacji kapitałów finansujących rynki nieruchomości³, istotne wydaje się skierowanie uwagi w kierunku mechanizmów umożliwiających korzystanie z międzynarodowych przepływów kapitału, szczególnie w kontekście rosnącej konkurencji na światowych rynkach. W związku z tym coraz większego znaczenia nabiera problematyka

² Czytaj więcej: S. Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001, s.90.

³ M.Bryx, *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa 2006, s. 45.

dostosowywania systemu finansowania rynku nieruchomości w Polsce do istniejących globalnych trendów.

Mimo podkreślenia w literaturze przedmiotu znaczenia poziomu rozwoju rynku kapitałowego i wzajemnych powiązań z rynkiem nieruchomości, to jednak nie wykorzystuje się w tym kontekście doświadczeń krajów wysoko rozwiniętych w procesie wprowadzania i wykorzystania funduszy typu REITs. Tworzy to zatem lukę badawczą, której wypełnienie może stanowić znaczące uzupełnienie zarówno istniejącej teorii finansowania rynku nieruchomości, jak i wskazać wytyczne niezbędne w procesie legislacyjnym, zmierzającym do wprowadzenia funduszy REITs na polskim rynku kapitałowym. Ponadto obszar badawczy poświęcony REITs jest ciągle słabo poznany, o czym mogą świadczyć szczątkowość opracowań teoretycznych, jak i źródeł o charakterze empirycznym. Dodatkowy problem stwarza fakt, że w polskich opracowaniach naukowych istnieją jedynie niewielkie fragmenty poświęcone badaniom rynku analizowanej struktury funduszy nieruchomości. W literaturze zagranicznej natomiast dostępny jest szeroki zakres badań oraz opracowań teoretycznych obszarze miejsca funduszy w finansowaniu i jednocześnie kreowaniu warunków działalności rynków nieruchomości.

W polskiej literaturze przedmiotu stan wiedzy na temat problematyki funduszy nieruchomości (w szczególności funduszy typu REITs) i ich znaczenia w rozwoju rynku nieruchomości jest niewielki. Marginalizowana jest także potrzeba zmian ustrojowych koniecznych do unowocześnienia systemu finansowania rynku nieruchomości w Polsce, dostosowując go jednocześnie do schematów sprawdzonych już na rynkach wysoko rozwiniętych. Tematyka funduszy nieruchomości poruszana jest zazwyczaj w minimalnym stopniu, jako przykład jednej z metod finansowania istniejących na świecie. Warto zatem w tym kontekście zastanowić się nad próbą określenia znaczenia tej części rynku kapitałowego, w rozwoju rynku nieruchomości w aspekcie globalnym. Ponadto analiza doświadczeń innych krajów, może być pomocna przy konstruowaniu modelu funduszu, który spotkałby się z zainteresowaniem różnych grup inwestorów, gromadząc jednocześnie znaczące zasoby wolnego kapitału. Reasumując należy zatem stwierdzić, że w Polsce istnieje widoczna luka w pracach i badaniach poświęconych działalności funduszy typu REITs na rynkach światowych, możliwościom ich wprowadzenia na gruncie polskim oraz ewentualnym skutkom.

W odpowiedzi na zidentyfikowaną lukę poznawczą, **problemem badawczym** prezentowanej rozprawy doktorskiej jest ocena znaczenia działalności funduszy nieruchomości typu REITs w rozwoju rynków nieruchomości (przykład USA, Wielkiej

Brytanii i Niemiec) oraz określenie możliwych efektów wprowadzenia REITs na gruncie polskim.

Wybór tematu pracy podyktowany jest zarówno względami teoretycznymi jak i empirycznymi. W warstwie teoretycznej rozprawy należy zwrócić uwagę na bardzo niewielki dotychczasowy dorobek naukowy w dziedzinie funduszy nieruchomości typu REITs i możliwości wprowadzenia tej struktury inwestycyjnej na gruncie polskim. W warstwie praktycznej praca stanowi zbiór wytycznych będących przesłanką do budowy podstaw prawnych i organizacyjnych mogących pomóc przy ewentualnych próbach wprowadzenia funduszy nieruchomości typu REITs na rynku polskim, a co za tym idzie pogłębienia integracji rynku kapitałowego i rynku nieruchomości. Ponadto rozprawa stanowi źródło wiedzy dla indywidualnych inwestorów o inwestowaniu w fundusze nieruchomości, a jednocześnie dla instytucji finansowych na potrzeby podejmowania prób promowania tego instrumentu rynku kapitałowego.

Prezentowana rozprawa ma stanowić próbę częściowego wypełnienia luki poznawczej. Stąd przedmiot rozprawy stanowi działalność funduszy typu REITs na rynkach amerykańskich i europejskich, wraz ze szczegółowym uwzględnieniem procesu wdrażania na poszczególnych rynkach

Celem rozprawy jest wyjaśnienie mechanizmów finansowania rynku nieruchomości za pośrednictwem funduszy nieruchomości typu REITs na przykładzie rynków amerykańskiego, niemieckiego oraz brytyjskiego, jak również wykazanie znaczenia, jakie mają w rozwoju rynku nieruchomości.

Dla realizacji celu głównego ustalony został szereg celów szczegółowych:

- identyfikacja postępującego zjawiska integracji europejskich rynków kapitałowych, a w szczególności rynków funduszy nieruchomości,
- określenie znaczenia globalizacji kapitałów w rozwoju rynku nieruchomości,
- określenie głównych tendencji rozwoju rynku funduszy nieruchomości typu REITs oraz ich znaczenie w rozwoju rynków nieruchomości,
- porównanie rynku funduszy typu REITs na rynkach europejskich,
- identyfikacja mechanizmów inwestowania funduszy typu REITs,
- określenie tendencji zmian w systemie oraz mechanizmach finansowania rynku nieruchomości,
- określenie głównych stymulatorów oraz barier rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Polsce,

- wyznaczenie niezbędnych zmian, wymaganych w celu wprowadzenia funduszy REITs w Polsce.

W rozprawie próbie weryfikacji została poddana następująca **hipoteza badawcza**:

Fundusze typu REITs stanowią brakujący instrument w systemie finansowania rynku nieruchomości w Polsce.

Rozwinięciem hipotezy głównej będą hipotezy pomocnicze, których słuszność weryfikowana zostanie w toku pisanie rozprawy:

H₁: mechanizmy finansowania rynku nieruchomości w Polsce są niedostosowane do tendencji zachodzących na globalnym rynku,

H₂: w Polsce nie są wykorzystywane sprawdzone już na świecie formy finansowania rynku nieruchomości

H₃: sektor funduszy nieruchomości w Polsce ma marginalny wpływ na rozwój rynku nieruchomości

H₄: w ocenie potencjalnych inwestorów czynnikami decydującymi o braku zainteresowania rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce są: brak odpowiednich rodzajów funduszy, nieprzewidywalność wyników inwestycyjnych, zbyt wysokie bariery wejścia, mała atrakcyjność względem innych form inwestowania

H₅: niski poziom świadomości społecznej w obszarze finansowania rynku nieruchomości

Uwzględniając fakt, że fundusze REITs obecne są już na większości rynków europejskich, wydaje się uzasadniona próba implementacji istniejących doświadczeń innych krajów europejskich na gruncie polskim. Polski rynek nieruchomości jest ciągle w fazie rozwoju i trudno określić go mianem rynku dojrzałego, a zatem unowocześnienie systemu finansowania rynku nieruchomości i wykorzystanie istniejących struktur międzynarodowych pośredniczących w przepływach kapitału między inwestorami a rynkiem, będzie wpływać pozytywnie na poziom jego rozwoju. Aktualny kształt sektora funduszy nieruchomości w Polsce od 2004 roku, czyli od momentu wejścia w życie obowiązujących norm prawnych, nie spełnia oczekiwań zarówno potencjalnych inwestorów, jak i samego rynku nieruchomości.

Rozprawa ma charakter studium teoretyczno – empirycznego. Podstawę dla teoretycznych rozważań stanowiła krytyczna ocena polskiej literatury naukowej poświęconej problematyce funduszy nieruchomości, a w szczególności funduszy typu REITs, jak również brak jakichkolwiek analiz poświęcony aspektom znaczenia funduszy w finansowaniu rynku nieruchomości. Autorka wykorzystała krajową i zagraniczną literaturę dotyczącą

problematyki rynku nieruchomości, rynku kapitałowego oraz funkcjonowania funduszy nieruchomości. Natomiast w części empirycznej rozprawy dokonano próby oceny dostępnych w ramach rynku kapitałowego w Polsce instrumentów, za pomocą których możliwe jest inwestowanie w ramach rynku nieruchomości, w tym także funkcjonujących funduszy nieruchomości. Wykorzystano w tym celu metody statystyczne, bazując na programie MS Excel.

Rozprawa obejmuje następujące zakresy analizy:

- zakres rzeczowy:
 - o wyselekcjonowana grupa ekspertów związanych z rynkiem kapitałowym, w tym uczestnicy sektorów: bankowego, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, doradztwa finansowego, ubezpieczeniowego, asset management, funduszy hedgingowych, funduszy pe/vc oraz środowiska akademickiego,
 - o informacje zawarte w prospektach emisyjnych oraz sprawozdaniach finansowych działających funduszy nieruchomości, a także dane dotyczące wyników działania funduszy inwestycyjnych w Polsce, udostępniane przez Komisję Nadzoru Finansowego i Komisję Papierów Wartościowych i Giełd
- zakres czasowy badań:
 - o analiza prospektów emisyjnych i sprawozdań finansowych funduszy nieruchomości zamyka się w okresie od 2004 do 2010 r.,
 - o badania wyselekcjonowanych ekspertów rynku kapitałowego przeprowadzono w II połowie 2010 r.
- zakres przestrzenny: cała Polska.

Postawiona w rozprawie hipoteza badawcza została poddana weryfikacji poprzez analizę pierwotnych oraz wtórnych danych empirycznych. Analiza danych wtórnych obejmuje porównanie danych międzynarodowych i krajowych pozyskanych z zasobów statystycznych NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust), EPRA (European Public Real Estate Association), EFAMA (European Funds and Asset Management Association), badań ośrodków naukowych, NBP Narodowy Bank Polski) oraz Ministerstwa Finansów, informacje z internetowych baz danych, obejmujące m.in. Unię Europejską, OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju).

Badania pierwotne prowadzone były dwutorowo i obejmują zarówno analizę działających na polskim rynku publicznych zamkniętych funduszy inwestujących w

nieruchomości. Zbiór ten, uznany za reprezentatywny gdyż obejmujący wszystkie istniejące na koniec 2010 roku podmioty, obejmujący lata 2004 – 2010, w następstwie zabiegów o charakterze metodycznym, został uporządkowany według przyjętych kryteriów (nominalna wartość certyfikatów inwestycyjnych, stopa zwrotu – 1M, 3M, 12M, 24M, 36 M, wartość sprzedaży, wielkość aktywów, liczba obiektów w portfelu nieruchomości) i poddany analizie. Natomiast w celu oceny poziomu i perspektyw rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności rynku funduszy nieruchomości, wykorzystano rezultaty badań ankietowych przeprowadzanych wśród wyselekcjonowanych ekspertów rynku kapitałowego.

Treść rozprawy, poprzedzona wstępem i zakończona podsumowaniem, zawarta została w pięciu rozdziałach, których treść i układ podporządkowane są weryfikacji hipotez badawczych, osiągnięciu celów pracy i rozwiązaniu problemu badawczego.

W rozdziale pierwszym przedstawione zostały rozważania teoretyczne na temat rynku nieruchomości jako rynku inwestycyjnym oraz źródeł jego finansowania. Punktem wyjścia przeprowadzonych rozważań jest określenie charakterystycznych z punktu widzenia inwestycji cech nieruchomości oraz istoty rynku nieruchomości. Następnie zaprezentowane zostały modele funkcjonowania rynku nieruchomości na rynkach rozwiniętych wraz z powiązaniami rynku. W ostatniej części rozdziału przedstawiono możliwości i źródła finansowania rynku nieruchomości wraz z oceną ich stosowania w warunkach polskich, w szczególności rolę w tym zakresie, jaką pełnią fundusze nieruchomości.

Rozdział drugi poświęcony został prezentacji uwarunkowań działalności funduszy nieruchomości na świecie i w Polsce. Określone zostały pojęcie oraz ramy prawno – organizacyjne funduszy inwestycyjnych oraz główne ich rodzaje. Ważnym elementem rozdziału są uwarunkowania rozwoju sektora funduszy nieruchomości w Polsce. Następnie przeprowadzona została ocena polskiego rynku funduszy nieruchomości.

W rozdziale trzecim, poświęconym amerykańskiemu rynkowi funduszy typu Real Estate Investment Trusts (REITs) dokonana została szczegółowa ocena ponad 50-letniej historii REITs w USA. Przedstawione zostały ramy prawne i organizacyjne działalności, rodzaje funduszy REITs oraz strategie inwestycyjne. Zwieńczeniem rozdziału są wyniki inwestycyjne funduszy REITs uzyskane od początku działalności czyli w latach 1972 – 2010.

Czwarty rozdział poświęcono trwającemu procesowi wprowadzania funduszy typu REIT na rynkach europejskich. Rozpoczęto od regulacji prawnych obowiązujących kraje UE w zakresie rodzajów funduszy inwestycyjnych. Następnie uwaga została skupiona na szeroko promowanym ujednoliconym modelu REITs w Europie, a mianowicie tzw. EU-REITs. Szczegółowej analizie w zakresie implementacji struktur REITs poddano doświadczenia

Niemiec i Wielkiej Brytanii. Następnie przedstawiona została aktualna sytuacja Polski w zakresie dostosowania przepisów prawa pod kątem możliwości wprowadzenia REITs.

W ostatnim – piątym rozdziale – zawarta została analiza perspektyw rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce w świetle wyników badań przeprowadzonych wśród ekspertów polskiego rynku kapitałowego. Oceniony został poziom rozwoju rynku kapitałowego w oparciu o poszczególne jego atrybuty oraz atrakcyjność i konkurencyjność oferowanych w ramach tego rynku instrumentów inwestycyjnych, w kontekście istniejących w ramach rynku funduszy nieruchomości. Następnie przeprowadzona została ocena sektora funduszy nieruchomości pod kątem aktywności inwestorów i poziomu konkurencyjności względem innych form inwestowania na rynku kapitałowym. Podsumowanie rozdziału stanowić będzie wyodrębnienie dwóch grup czynników: stymulujących i ograniczających rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce oraz przedstawienie profilu typowego inwestora zainteresowanego polskim rynkiem funduszy nieruchomości.

W podsumowaniu pracy dokonany został przegląd otrzymanych rezultatów badawczych i sformułowanie wniosków o charakterze ogólnym i szczegółowym.

Elementem pracy jest także aneks zawierający pytania kwestionariusza ankiety wykorzystanej w badaniu oceny poziomu rozwoju rynku kapitałowego w Polsce w kontekście dostępnej oferty funduszy nieruchomości.

ROZDZIAŁ 1

ISTOTA RYNKU NIERUCHOMOŚCI JAKO RYNKU INWESTYCYJNEGO I ŹRÓDŁA FINANSOWANIA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

1.1. Nieruchomość jako przedmiot inwestowania

Inwestorzy, zarówno reprezentujący swój własny kapitał jak i kapitał innych właścicieli, poszukują najlepszych możliwości jego alokacji. W tych poszukiwaniach kierują się przede wszystkim dwoma podstawowymi kryteriami decyzyjnymi. Pierwszym z nich jest poziom zwrotu z zainwestowanego kapitału, czyli rocznego wyrażonego w procentach zysku⁴ zrealizowanego z inwestycji⁵. Inwestycji najczęściej dokonuje się zakładając pewne oczekiwania odnośnie jej efektów. Biorąc zatem pod uwagę koszty związane z upływem czasu, współczynnikiem inflacji oraz ryzykiem inwestycyjnym, inwestor wyznacza tzw. oczekiwaną stopę zwrotu, czyli taką, która zrekompensuje mu poczynione nakłady⁶. Drugim kryterium, którym kierują się inwestorzy jest ryzyko inwestycyjne, które związane jest z podjętą decyzją inwestycyjną. Ryzyko inwestycyjne towarzyszy wszystkim możliwym działaniom, związanym z lokowaniem kapitału i oznacza zagrożenie w uzyskaniu oczekiwanych przez inwestora efektów ekonomicznych⁷. Innymi słowy jest to brak pewności uzyskania oczekiwanej stopy zwrotu. Jednym z kierunków alokacyjnych jest rynek nieruchomości, stanowiący jednocześnie segment rynku kapitałowego.

Aktywność inwestycyjna na rynku nieruchomości, ze względu na złożoność czynników towarzyszących, charakteryzuje się stosunkowo dużą zmiennością. Wynika to z licznych powiązań rynku nieruchomości z innymi sektorami gospodarki, jak przede wszystkim sektorem budowlanym, bankowym czy też finansowym. Ponadto przebieg procesu

⁴ Zysk to suma dochodów i zysków kapitałowych z zainwestowanego w aktywa kapitału.

⁵ H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, K.E. Liber s.c., Warszawa 1997, s.7.

⁶ F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 28-30.

⁷ Porównaj: A Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, K. Jajuga, T.Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, Polskie wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, W Rogowski, A. Michalczewski, *Zarządzanie ryzykiem w przedsięwzięciach inwestycyjnych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, K.E. Liber s.c., Warszawa 1997.

inwestowania w nieruchomości jest pochodną szeregu cech charakterystycznych nieruchomości, warunkujących w dużej mierze decyzje inwestycyjne.

Inwestowanie w nieruchomości odznacza się specyfiką wynikającą zarówno ze specyficznych cech samej nieruchomości, jak i ze specyfiki rynku nieruchomości. Nieruchomość jako lokata posiada pewne uniwersalne cechy, będące pochodną głównie jej cech fizycznych, tj. złożoności, stałości w miejscu, trwałości, różnorodności i niepodzielności. Ochrona kapitału przed inflacją, niski poziom ryzyka i pewność inwestycji to podstawowe zalety nieruchomości jako obiektu inwestowania. Jednak na tle wielu korzyści, jakie może przynosić inwestowanie w nieruchomości, istotne są także jej wady. Nieruchomość odznacza się bowiem małą płynnością, wymaga fachowej obsługi, jest niepodzielna i, ze względu na wysoką kapitałochłonność, dostępna przede wszystkim dla dużych instytucjonalnych inwestorów.

Rozważania dotyczące złożoności aspektów inwestowania na rynku nieruchomości należy poprzedzić zdefiniowaniem kategorii nieruchomości, jako formy alokacji kapitału. Nieruchomość, zgodnie z przepisami prawa polskiego, to część powierzchni ziemskiej stanowiąca odrębny przedmiot własności (grunt) jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności⁸. Na mocy Kodeksu cywilnego możemy zatem wyróżnić nieruchomości gruntowe oraz budowlane (budynki i lokale). Sama zatem definicja kodeksowa nieruchomości pokazuje już, jak duże jest zróżnicowanie przedmiotowe w tej grupie aktywów, będące źródłem utrudnień dla potencjalnego inwestora.

W literaturze przedmiotu spotyka się wiele podziałów nieruchomości, uwzględniających zarówno funkcje i przeznaczenie użytkowe nieruchomości, jak i sposób generowania przez nieruchomość dochodu⁹. W ramach pierwszego kryterium można wyróżnić przede wszystkim nieruchomości mieszkaniowe, handlowe, usługowe, biurowe, logistyczno – magazynowe, przemysłowe, rolne, leśne oraz specjalnego przeznaczenia. Nieruchomości można także podzielić na dochodowe oraz niedochodowe¹⁰. Do grupy nieruchomości dochodowych najczęściej wliczane są tzw. nieruchomości komercyjne czyli biurowe, handlowe, usługowe, magazynowe, generujące stabilne strumienie dochodów czynszowych. Również nieruchomości mieszkaniowe mogą się znaleźć w tej kategorii, jeżeli

⁸ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm), art. 46.

⁹ E.Siemińska, *Rynek nieruchomości jako miejsce lokowania kapitału*, [w]: *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, E.Siemińska (red.), Poltext Sp. z o.o., Warszawa 2011, s. 24-26.

¹⁰ H.Gawron, *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 10-11. Por. też: E.Siemińska, *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, jw.

przynoszą dochód¹¹. Nieruchomości niedochodowe to nieruchomości, które z kolei nie generują dochodu. Do tej kategorii można włączyć głównie nieruchomości mieszkaniowe wykorzystywane w celu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych, ale również szpitale, szkoły, inne budynki użyteczności publicznej.

Uwzględniając potrzeby niniejszej rozprawy każdy z wyżej wymienionych podziałów ma znaczenie, ze względu na zróżnicowane strategie inwestycyjne funduszy nieruchomości działających na rynkach rozwiniętych. Fundusze nieruchomości inwestując mają na względzie nie tylko wzrost wartości nieruchomości, ale przede wszystkim skupiają swoją uwagę na nieruchomościach dochodowych, generujących stałe strumienie dochodów czynszowych. Zgodnie z przeznaczeniem nieruchomości, uwaga funduszy skupia się na możliwie najszerszym spektrum nieruchomości, od nieruchomości komercyjnych, po mieszkaniowe, a na nieruchomościach specjalnego przeznaczenia i terenach leśnych kończąc. Skład portfeli funduszy oraz polityka inwestycyjna, zostaną dokładnie omówione w kolejnych rozdziałach rozprawy.

Nieruchomość w porównaniu do innych dóbr odznacza się szczególną specyfiką, co znajduje swoje odzwierciedlenie w konieczności indywidualizacji podejścia do każdej inwestycji związanej z nieruchomością, szczególnie, jeżeli brane są pod uwagę inwestycje bezpośrednie. Nieruchomość posiada wiele odmiennych cech wśród których można wyodrębnić cechy fizyczne, ekonomiczne i instytucjonalnoprawne¹². Według E. Kucharskiej – Stasiak do cech fizycznych nieruchomości należy zaliczyć złożoność fizyczną, stałość w miejscu, trwałość, różnorodność i niepodzielność, do cech ekonomicznych – deficytowość, lokalizację, współzależność, wysoką kapitałochłonność, małą płynność, a do cech instytucjonalnoprawnych natomiast – prawa dotyczące nieruchomości oraz cechy instytucjonalne. Wszystkie te cechy odróżniają nieruchomość od innych rodzajów aktywów, co jest istotne z punktu widzenia inwestowania w nieruchomości.

Motywy, którymi kierują się inwestorzy, zarówno instytucjonalni jak i indywidualni, podejmując decyzje inwestycyjne są bardzo zróżnicowane. Rozbieżności te biorą się m.in. z różnorodności celów inwestowania. Inwestor podejmujący decyzje inwestycyjne związane z rynkiem nieruchomości bardzo często kieruje się nie jednym celem, ale kilkoma, czasami nawet wewnątrznie sprzecznymi, które chciałby dzięki tej inwestycji osiągnąć¹³. Rozbieżności są także skutkiem różnej skłonności do podejmowania ryzyka, odmiennych

¹¹ Ibidem, s. 9.

¹² E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 17.

¹³ H. Gawron, *Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, op.cit., s. 46.

oczekiwań w stosunku do stopy zwrotu czy też do okresu, po upływie którego inwestycja powinna zacząć przynosić zyski¹⁴. Jednakże bez względu na motyw, jakimi kieruje się inwestor zainteresowany rynkiem nieruchomości, nieruchomość jako lokata kapitału posiada pewne uniwersalne cechy, wynikające głównie z jej cech fizycznych i ekonomicznych¹⁵.

Dzięki stałości oraz trwałości w miejscu i w czasie nieruchomość jako obiekt inwestowania stanowi bardzo dobre zabezpieczenie kapitału. Z tego też względu nieruchomość należy traktować jako lokatę długoterminową. Konsekwencją tego jest z kolei wada nieruchomości, jaką jest mała płynność, co sprawia, że w krótkim czasie likwidacja lokaty i przeznaczenie kapitału na konsumpcję jest niemożliwe lub znacznie utrudnione.

Nieruchomość może być także źródłem stabilnych dochodów. Dla inwestora, lokata kapitału w nieruchomości może generować trzy źródła dochodów:

- przepływ gotówki po opodatkowaniu, wynikający z rocznych dochodów z czynszów,
- dochody pozaczynszowe (opłaty za parkingi, reklamy, itp.),
- rewersję (zwrot) kapitału po opodatkowaniu w chwili planowanej sprzedaży nieruchomości¹⁶.

Dochody czynszowe i pozaczynszowe są stosunkowo łatwo przewidywalne, gdyż wynikają z zawartych z najemcami umów i są równomiernie rozłożone w czasie. Na ogół umowy takie zawierane są na kilka lat, co daje inwestorom poczucie względnej pewności i stabilności. Poza tymi regularnymi dochodami, przy wycofywaniu się z inwestycji można liczyć na zwrot zainwestowanego na początku kapitału, pomniejszonego o należny podatek od dochodu ze sprzedaży oraz koszty zawarcia transakcji. Z przeprowadzonych badań wynika, że w długim okresie czasu lokaty w nieruchomości są bardziej dochodowe od lokat w obligacje, ale mniej od inwestowania w akcje¹⁷.

Nieruchomości spośród innych instrumentów finansowych wyróżnia także fakt, że chronią kapitał przed inflacją. Cecha ta spowodowała, iż chętnie włączane są do portfeli inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych, a w szczególności funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych.

¹⁴ E. Kucharska-Stasiak, *Inwestowanie w nieruchomości*, Instytut Nieruchomości VALOR, Łódź 1999 s.8.

¹⁵ Por. też: H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004, s. 51-57; E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006 r., s.17-23, M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, POLTEXT, Warszawa 2001, s. 70-77; E.Siemińska, *Rynek nieruchomości jako miejsce lokowania kapitału*, [w] *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, E.Siemińska (red.), POLTEXT Sp. zo.o., Warszawa 2011, s. 19-22.

¹⁶ E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, op. cit., s.165.

¹⁷ G.R. Brown, *Property Investment and the Capital Markets*, Spoon, New Zeland 1991.

Dodatkową zachętą dla potencjalnych inwestorów jest osiągnięcie ulg podatkowych. Mogą to być ulgi w podatku dochodowym, podatku od nieruchomości, od spadków i darowizn oraz od wzrostu wartości nieruchomości. Poprzez podatki ustawodawcy często wpływają na ożywienie rynku nieruchomości.

Tabela 1. Cechy nieruchomości istotne z punktu widzenia inwestowania

Zalety	Wady
• zabezpieczenie kapitału, np. przed inflacją, • źródło dochodów, • możliwość „odmrożenia” kapitału poprzez zaciągnięcie kredytu zabezpieczonego hipoteką, • długi okres użytkowania, • ulgi podatkowe	• niska płynność, • wysoka kapitałochłonność, • niepodzielność, • wymóg profesjonalnego zarządzania, • różnorodność praw do nieruchomości

Źródło: Opracowanie własne

Nieruchomość jest także doskonałym zabezpieczeniem kredytowym. Zainwestowane w nieruchomości środki pieniężne można bowiem „odmrozić”, poprzez zaciągnięcie kredytu zabezpieczonego hipotecznie. Daje to możliwość reinwestowania kapitału. Jest to jedna z najistotniejszych pozytywnych cech nieruchomości jako lokaty. Aby takie działanie było opłacalne, konieczna jest możliwość zaangażowania „odmrożonego” kapitału w przedsięwzięcia zapewniające zwrot wyższy od kosztów zaciągniętego kredytu¹⁸.

Na tle wielu korzyści, jakie może przynosić inwestowanie w nieruchomości należy podkreślić, że nieruchomość jako obiekt inwestowania posiada też pewne wady. Jest bowiem przede wszystkim niepodzielna i ze względu na swoją wysoką kapitałochłonność jest dostępna dla dużych, najczęściej instytucjonalnych inwestorów, dysponujących znacznymi nadwyżkami finansowymi. W przypadku konieczności wycofania części ulokowanych w niej funduszy może wystąpić problem ze znalezieniem nabywcy zdolnego do wygospodarowania odpowiedniej kwoty. Wiąże się z tym następna cecha nieruchomości, jaką jest mała płynność, stanowiąca jeden z głównych barier dla inwestorów indywidualnych. Posiadanie nieruchomości wymaga także fachowej obsługi. Inwestor musi znaleźć środki oraz czas na dokonanie lub nadzorowanie bieżących napraw, remontów i modernizacji. Aby inwestycja generowała dochody należy nią w odpowiedni sposób zarządzać, a do tego niezbędna jest fachowa i wszechstronna wiedza.

¹⁸ E.Kucharska-Stasiak, *Inwestowanie w nieruchomości*, op. cit., s.11.

Charakterystyczną cechą nieruchomości, a co za tym idzie i rynku nieruchomości jest także różnorodność praw związanych z nieruchomościami. Nieruchomość bowiem jest specyficznym towarem, który sam nie podlega obrotowi rynkowemu, ale obrotowi podlegają prawa do nieruchomości, określające m.in. sposób użytkowania nieruchomości, uprawnienia właściciela lub użytkownika.

Obrót prawami do nieruchomości może odbywać się zarówno w transakcjach mających charakter rynkowy, takich jak kupno – sprzedaż, najem – dzierżawa, zamiana, oddanie w użytkowanie, jak również w transakcjach pozarynkowych, do których należą głównie spadkobranie, przekazywanie w formie darowizny, wywłaszczenie, uwłaszczenie, etc. Nieruchomość jest przedmiotem obrotu rynkowego głównie w celu realizacji własnych potrzeb lub w celach prowadzenia działalności gospodarczej. Dużą grupę transakcji na rynku nieruchomości stanowią transakcje mające w sobie cele inwestycyjne, związane z osiąganiem dochodów z nieruchomości w postaci strumienia dochodów czynszowych lub bazujące na wzroście wartości nieruchomości w czasie przyszłym. Grupą inwestorów na rynku nieruchomości to często podmioty, włączające nieruchomość do swoich portfeli inwestycyjnych, zbudowanych z różnych klas aktywów. Nieruchomość jako forma alokacji kapitału i część składowa portfeli inwestycyjnych sprzyja ich dywersyfikacji, obniżając ryzyko inwestycyjne portfela.

W praktyce inwestowania w nieruchomości można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje inwestycji. Po pierwsze, inwestycje w same nieruchomości, po drugie, inwestycje w papiery wartościowe związane z rynkiem nieruchomości¹⁹. Pierwsza grupa związana jest bezpośrednio z zakupem nieruchomości, a druga ma na celu najczęściej zakup akcji lub udziałów w spółkach związanych z rynkiem nieruchomości lub inwestujących na rynku nieruchomości, jak fundusze inwestycyjne. W literaturze przedmiotu najczęściej podział ten odpowiada klasyfikacji inwestycji w nieruchomości uwzględniającej dwie formy:

- inwestowania bezpośredniego – związanego z inwestycjami rzeczowymi,
- inwestowania pośredniego – związanego z inwestycjami finansowymi²⁰.

Inwestowanie bezpośrednie wiąże się z nabywaniem praw do nieruchomości różnego typu i przeznaczenia. Najbardziej popularnym przykładem jest zakup nieruchomości

¹⁹ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, op. cit., s.373-374.

²⁰ Porównaj: E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000 r. s.192 – 194, E. Kucharska-Stasiak, *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, studia i materiały TNN 2006, t.14, nr 1, E. Siemińska[red.], *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2011, M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001, H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004.

mieszkaniowych, będących domeną inwestorów indywidualnych. W celach komercyjnych nieruchomości nabywane są przede wszystkim przez inwestorów instytucjonalnych, dysponujących zdecydowanie większymi zasobami kapitału. Z kolei inwestowanie pośrednie polega na kupowaniu akcji lub udziałów podmiotów inwestujących w ramach rynku nieruchomości. Inwestowanie pośrednie jest próbą wyeliminowania wymienionych wcześniej wad nieruchomości, jako przedmiotu inwestowania bezpośredniego, jak niskiej płynności, wysokiej kapitałochłonności czy też konieczności profesjonalnego zarządzania. Przykładem inwestycji pośrednich są przede wszystkim hipoteczne listy zastawne oraz certyfikaty inwestycyjne lub jednostki uczestnictwa w funduszach nieruchomości. Dzięki inwestowaniu pośredniemu indywidualny inwestor może partycypować w korzyściach płynących z rynku nieruchomości, zwłaszcza nieruchomości komercyjnych, unikając jednocześnie barier towarzyszących bezpośredniemu inwestowaniu w ramach rynku nieruchomości.

Charakterystyczną cechą rozwiniętych rynków nieruchomości jest zwiększająca się dominacja inwestorów instytucjonalnych. Większość z tych inwestorów przyjmuje strategię konserwatywną, starając się łączyć najwyższy możliwy do osiągnięcia dochód z niskim poziomem ryzyka. Inwestycje, które oferują wysokie dochody, ale przy jednoczesnym wysokim poziomie ryzyka, nie są dla nich atrakcyjne. Inwestorzy poszukując inwestycji zapewniających realizację strategii inwestycyjnej tworzą tzw. portfel inwestycyjny.

Portfel to zbiór inwestycji. Może składać się z wielu instrumentów finansowych lub z samych nieruchomości różnego rodzaju²¹. Celem tworzenia portfela jest ciągle minimalizowanie ryzyka inwestycyjnego z jednoczesnym wzrostem stopy zwrotu portfela. Działanie to nosi nazwę dywersyfikacji portfela²². Konstrukcja portfela oparta jest na analizie trzech podstawowych parametrów: wartości oczekiwanej stopy zwrotu jego składników, odchylenia standardowego stopy zwrotu oraz korelacji pomiędzy stopami zwrotu składników portfela. Konstrukcja optymalnego portfela inwestycyjnego nie prowadzi natomiast do zupełnego wyeliminowania ryzyka. Zmniejszeniu ulega jedynie ryzyko związane z poszczególnymi składnikami portfela, czyli tzw. ryzyko specyficzne. Nie ma możliwości natomiast uniknięcia tzw. ryzyka systematycznego, typowego dla rynku, z którego pochodzą składniki portfela. Próbą redukcji tego rodzaju ryzyka jest tworzenie portfeli

²¹ E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wop. Cit., s.211.

²² Więcej z: A.Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 70-72.

międzynarodowych lub portfeli składających się z aktywów z nowych rynków (np. rynku nieruchomości), nieskorelowanych bądź też nieznacznie skorelowanych między sobą²³.

Dywersyfikacja portfela nieruchomości może polegać na dywersyfikacji kapitału własnego poprzez lokowanie go w różne rodzaje nieruchomości, bądź przez wybór inwestycji w ten sam rodzaj nieruchomości, ale o różnej lokalizacji. Wzrost dywersyfikacji portfela jest charakterystyczny dla inwestorów o niższej skłonności do ryzyka.

Inwestowanie w nieruchomości pozwala osiągnąć trzy cele: zapewnia bezpieczeństwo, rentowność i umożliwia zredukowanie ryzyka portfela przez jego dywersyfikację. Nieruchomość, chroniąc kapitał przed inflacją, jest szczególnie korzystna dla zabezpieczenia długoterminowych pasywów funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych. W przypadku portfeli inwestycyjnych zdominowanych przez papiery wartościowe, stabilność i niska korelacja osiąganych dochodów z nieruchomości z dochodami z akcji czy obligacji czyni z niej inwestycję właściwą do dywersyfikacji portfela. Cechy te spowodowały, że umieszczenie nieruchomości w portfelu jest sposobem na obniżenie ryzyka oczekiwanej stopy zwrotu całości portfela²⁴.

Zastosowanie klasycznej teorii portfela na obszarze nieruchomości napotyka szereg trudności. Związane jest to z cechami fizycznymi nieruchomości, a w szczególności z małą płynnością, niepodzielnością oraz z niską efektywnością rynku nieruchomości. Konsekwencją braku efektywności rynku nieruchomości jest trudność w oszacowaniu bieżącej i oczekiwanej stopy zwrotu oraz ryzyka inwestycji. Dodatkowym utrudnieniem jest również to, że w przypadku nieruchomości źródła ryzyka wykraczają poza zmienność stopy zwrotu, uznawanej w teorii portfela za wyłączny nośnik ryzyka. Istnieje możliwość wyeliminowania części z tych problemów (np. niepodzielność aktywów) poprzez modyfikację narzędzi analizy. Jednak istnieją problemy (np. nieefektywność rynku, niedostępność informacji, mała płynność), które należy traktować jako cechę stałą. W przypadku zastosowania teorii portfela do zarządzania inwestycjami na rynku nieruchomości, znajduje ona odzwierciedlenie jedynie w przypadku niektórych typów nieruchomości (np. stabilnych nieruchomości komercyjnych) na rynkach spełniających podstawowe funkcje efektywności. W przypadku rynków młodych, płytkich, na których nie ma jeszcze dostatecznego przepływu informacji i kapitału, funkcjonowanie inwestycji portfelowych na rynku nieruchomości jest znacznie utrudnione.

Pomimo powyższych trudności teoria portfela jest jednak wykorzystywana do podejmowania decyzji inwestycyjnych dotyczących nieruchomości. W przypadku

²³E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, op. cit., s.184.

²⁴Ibidem, s.184.

występowania problemu dotyczącego optymalnego podziału portfela na różnorodne klasy aktywów, nieruchomości traktowane są jako odrębna klasa aktywów o specyficznych właściwościach. Przy ustalaniu struktury takiego portfela stosuje się zwykle klasyczną teorię portfela. Warunkiem doboru składników wewnątrz klasy „nieruchomości” jest zazwyczaj wyeliminowanie jak największej części ryzyka specyficznego, przy jednoczesnym zachowaniu właściwości inwestycyjnych całej klasy. Umożliwia to wówczas przewyższenie wad nieruchomości jako składników portfela inwestycyjnego.

Zarówno ze specyficznych cech samej nieruchomości jak i praw związanych z nieruchomością wynika specyfika rynku nieruchomości. Podstawowy mechanizm rynkowy pozostaje jednak podobny jak w przypadku innych rynków i poddaje się prawom popytu i podaży.

1.2. Istota rynku nieruchomości jako rynku inwestycyjnego

Można wyodrębnić wiele definicji rynku. Najbardziej klasyczna definicja traktuje rynek jako miejsce, najczęściej zorganizowane w sensie instytucjonalnym, gdzie dokonują się akty kupna – sprzedaży czynników produkcji oraz wytworzonych dóbr (produktów i usług)²⁵. Inne definicje podkreślają relacje zachodzące między uczestnikami procesów gospodarczych czy sposoby zawierania transakcji. W ramach rynku można również wyróżnić wiele jego segmentów, w zależności od przedmiotu wymiany. Mówi się zatem o rynku towarów i usług, rynku siły roboczej, rynku środków produkcji, rynku finansowy w ramach których można wyróżnić inne węższe rynki, w tym także rynek nieruchomości²⁶.

Najważniejsze znaczenie w literaturze mają dwa ujęcia rynku:

- ekonomiczne – ogół stosunków zachodzących między kupującymi, a sprzedającymi wraz z towarzyszącym układem cen;
- przestrzenne – obszar, na którym panują określone warunki obrotu towarowego²⁷.

W tym kontekście można określić definicję rynku nieruchomości, która wynika zarówno ze specyficznych cech fizycznych i ekonomicznych samej nieruchomości, jak również z cech transakcji mających miejsce w ramach rynku nieruchomości. Rynek

²⁵ M.Rekowski, *Wprowadzenie do mikroekonomii*, Poznań 1998, s. 36.

²⁶ S.Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysokorozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001, s. 40.

²⁷ W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurka, B. Rogatko (red.), *Nieruchomości w Polsce. Pośrednictwo i zarządzanie*, Europejski Instytut Nieruchomości, Warszawa – Kraków, 2007, s. 307.

nieruchomości można zatem zdefiniować jako wzajemne relacje do jakich dochodzi w obrębie zbywania (nabywania) praw do nieruchomości oraz innych praw umożliwiających ich władanie zgodnie z prawem. Uczestnikami rynku nieruchomości są kupujący i sprzedający, będący osobami fizycznymi lub prawnymi. Oprócz ww. podmiotów uczestnikami rynku nieruchomości są również notariusze, geodeci, wydziały ksiąg wieczystych sądów rejonowych, rzeczoznawcy majątkowi, instytucje finansujące, urzędnicy obsługujący rynek nieruchomości poprzez udostępnianie i sporządzanie niezbędnej dokumentacji²⁸.

Istotą rynku nieruchomości jest przedmiot obrotu, którym nie są same nieruchomości, ale prawa z nimi związane. W przypadku nieruchomości wyróżnia się dwie wiązki praw: prawo własności (współwłasności) oraz prawo wykorzystywania nieruchomości²⁹. Transakcje na rynku nieruchomości najczęściej wiążą się jednocześnie zarówno z prawem własności, jak i innym prawami z grupy praw wykorzystywania nieruchomości. Każde z tych praw jednak może stanowić oddzielny przedmiot transakcji. Najbardziej rozpowszechnionym prawem jest niewątpliwie prawo własności, jednakże wśród praw związanych z wykorzystywaniem nieruchomości można wyróżnić całą gamę specyficznych form władania, jak m.in. użytkowanie wieczyste, służebność, zastaw, hipoteka, użytkowanie, użyczenie, najem i dzierżawa, trwały zarząd.

Rynek nieruchomości to system składający się z kilku powiązanych ze sobą różnorodnymi relacjami podsystemów. M. Bryx wyodrębnia cztery podsystemy rynku nieruchomości: podsystem obrotu prawami własności, podsystem inwestowania w nieruchomości, podsystem zarządzania nieruchomościami i podsystem finansowania nieruchomości³⁰. Każdy z tych czterech podsystemów składa się z różnych podmiotów, powiązań między nimi i zasad funkcjonowania. Ze względu na potrzeby niniejszej dysertacji, uwaga zostanie skupiona na tzw. podsystemie inwestowania.

Termin inwestycja może mieć więcej niż jedno znaczenie. W ekonomii odnosi się do zakupu fizycznego aktywu, na przykład nabycia przez przedsiębiorstwo fabryki, wyposażenia lub zapasów, zakupu domu przez indywidualnego nabywcę. Dla specjalisty słowo to oznacza zakup akcji lub obligacji (lub może nawet domu), ale prawdopodobnie nie określa zakupu fabryki, wyposażenia lub zapasów³¹. W jednym i w drugim przypadku łączy inwestora, indywidualnego lub przedsiębiorstwo, chęć posiadania rentownych aktywów.

²⁸ P. Wancke, *Nieruchomości. Leksykon pojęć i definicji*, Wolters Kluwer Polska Sp. Zo.o., Warszawa 2007, s. 284.

²⁹ S.Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysokorozwiniętych*, op. cit, s. 40.

³⁰ Czytaj więcej: M.Bryx, *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext, Warszawa 2006.

³¹ Herbert. B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, op. cit., s. 6.

W gospodarce rynkowej inwestycje traktowane są jako główny sposób powiększania majątku właścicieli, jak również jako podstawowy czynnik rozwoju gospodarczego. Najczęściej spotykana definicja inwestycji traktuje inwestycje, jako wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji dla przyszłych niepewnych korzyści³².

Bez względu na cel inwestowania, wszystkich inwestorów łączy proces inwestowania, czyli proces gospodarczy polegający na akumulowaniu przez podmioty gospodarcze części bieżących dochodów i przekształceniu ich w inwestycje. Przyjmując, iż pierwotnym źródłem finansowania inwestycji są poczynione uprzednio oszczędności, proces inwestowania można określić jako wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych korzyści.³³

W ekonomii rozpatruje się pojęcie inwestycji w dwóch podstawowych ujęciach: rzeczowym i finansowym (monetarnym). Pierwsze za punkt wyjścia uznaje przepływy dóbr rzeczowych, drugie natomiast przepływy strumieni pieniężnych. Klasyfikacji i podziałów inwestycji jest w literaturze bardzo wiele, w zależności od przyjmowanego punktu odniesienia. Jednak za podstawowe kryterium tych podziałów i klasyfikacji powinno się przyjąć cel inwestowania. Posługując się tym kryterium inwestycje dzielą się na finansowe, rzeczowe lokacyjne, rzeczowe produkcyjne i inne (Rysunek 1).³⁴

Inwestycje rzeczowe to ogólnie mówiąc zamiana środków finansowych na dobra rzeczowe, usługi, prawo użytkowania i patenty, czyli majątek trwały zorganizowany w celu osiągnięcia w następnych okresach dodatkowych dochodów lub oszczędności kosztów. Dokonują je przede wszystkim przedsiębiorstwa, które powiększają wartość majątku trwałego. Inwestycje przedsiębiorstw mogą mieć trojaki charakter: rozwojowy, oszczędnościowy lub odtworzeniowy. Ujęcie rzeczowe inwestycji, zwane też ujęciem klasycznym, rozpatruje inwestycje w skali makroekonomicznej, gdyż prowadzi do bezpośredniego powiększania kapitału rzeczowego społeczeństwa³⁵.

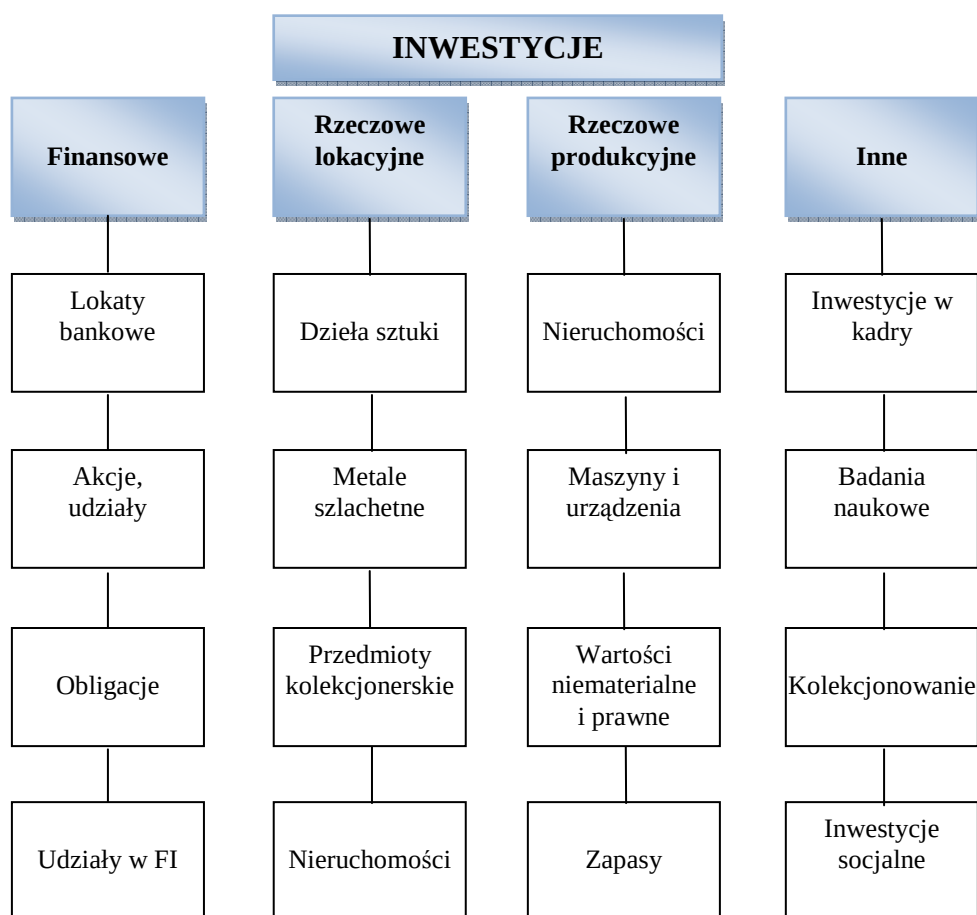
Istotą inwestycji rzeczowych lokacyjnych jest obok osiągania zysku przeniesienie siły nabywczej oszczędności na przyszłość (ochrona przed inflacją). Natomiast inwestycje rzeczowe produkcyjne mają na celu zwiększenie wartości przedsiębiorstwa, wzrostu wielkości produkcji i sprzedaży, poprawy jakości i nowoczesności produkcji, itp. Zarówno w jednej, jak i w drugiej kategorii znajdują się inwestycje w nieruchomości.

³² K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, op. cit., s.373-374.

³³ M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, op. cit., s. 12

³⁴ Ibidem, s. 17.

³⁵ E. Kucharska-Stasiak, *Inwestowanie w nieruchomości*, op. cit., s.6.



Rysunek 1. Klasyfikacja inwestycji

Źródło: M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, POLTEXT, Warszawa 2001 r., s.18

Alternatywnym do rzeczowego ujęcia inwestycji jest podejście finansowe nazywane inaczej lokatami finansowymi lub inwestycjami portfelowymi, z przepływami kapitałowymi u swoich podstaw. Jedną z form tego typu inwestycji, jaką są fundusze nieruchomości, a w tym także struktura REITs, przedstawiona została w dalszej części rozprawy.

Według Encyklopedii Biznesu inwestycje finansowe określane także mianem monetarnych lub kapitałowych, polegają na nabywaniu praw do udziałów i akcji w spółkach, obligacji państwowych oraz wierzytelności innych przedsiębiorstw³⁶.

Inwestycje finansowe odgrywają w gospodarkach rynkowych ogromną rolę. Stanowią narzędziem alokacji zasobów finansowych. Wymuszają ocenę efektywności inwestycji i lokowanie w przedsięwzięcia najbardziej opłacalne, tzn. przynoszące maksymalne korzyści finansowe przy możliwym do przyjęcia poziomie ryzyka inwestycyjnego. Celem inwestycji finansowych jest osiągnięcie określonych dochodów w postaci: odsetek, dywidendy oraz

³⁶ W. Pomykało (red.), *Encyklopedia Biznesu*, Fundacja Innowacja, Warszawa 1995 r., t. I, s.387.

przyrostu wartości rynkowej kapitału. Do sposobów inwestowania w tej grupie zaliczamy: pożyczanie pieniędzy bankom, inwestowanie w papiery wartościowe (lokaty o charakterze udziałowym, lokaty wierzytelnościowe) oraz lokowanie pieniędzy w fundusze inwestycyjne (m.in. fundusze nieruchomości). Inwestor w zamian za udostępnienie kapitału innym podmiotom gospodarczym (np. bankom, spółkom, instytucjom zbiorowego inwestowania) nabywa określone prawa³⁷.

Wśród inwestycji finansowych najprostszym sposobem inwestowania jest pożyczanie pieniędzy bankom. Wykorzystują one wpłacone pieniądze płacąc odsetki, będące rodzajem ceny, jaką dłużnik płaci swojemu wierzycielowi za korzystanie z jego majątku w określonym przedziale czasu. Do inwestowania w ten sposób nie potrzebna jest praktycznie żadna specjalistyczna wiedza, a ryzyko sprowadza się właściwie do ryzyka upadłości banku, co występuje niezwykle rzadko. Taka forma inwestowania nie przynosi jednak znacznych korzyści finansowych, a często nawet jedynie pozwala utrzymać wartość lokaty w czasie.

Kolejnym sposobem inwestowania w rozpatrywanej grupie inwestycji są inwestycje w papiery wartościowe. Stanowią one podstawową formę instrumentów finansowych i należą do nich przede wszystkim akcje oraz obligacje. Klasyczne papiery wartościowe są instrumentami finansowymi zabezpieczonymi aktywami wystawcy. Obrót papierami wartościowymi odbywa się zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym. Ze względu na charakter ogół tych lokat finansowych można podzielić na dwa rodzaje:

- lokaty o charakterze udziałowym (akcje i udziały w spółkach, jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych) – istotą jest udostępnianie kapitału w zamian za prawo do własności podmiotu emitującego instrument finansowy i wynikającego z niego udziału w dochodach.
- lokaty o charakterze wierzytelnościom (obligacje, pożyczki, bony komercyjne, weksle inwestycyjne) – polegają na czasowym udostępnieniu podmiotom gospodarczym środków finansowych w zamian za określone w umowie korzyści finansowe³⁸.

Różnią się one charakterem uzyskiwanych korzyści, możliwościami oddziaływania na biorcę kapitału oraz skalą ryzyka inwestycyjnego.

W grupie inwestycji finansowych znajdują się także fundusze inwestycyjne, będące ciągle jeszcze nowym instrumentem na polskim rynku finansowym. Inwestorzy kupując

³⁷ M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, op.cit., s.18.

³⁸ Ibidem, s. 19.

udziały w funduszach, przekazują im w ten sposób środki pieniężne, które następnie fundusze inwestują, dywersyfikując na ogół przy tym portfel inwestycji.

Powyższa klasyfikacja inwestycji pokazuje, że inwestycje w nieruchomości obecne są w każdej grupie inwestycji. Wśród inwestycji finansowych inwestycje w nieruchomości występują zarówno w postaci inwestycji bezpośrednich i pośrednich. W przypadku tych pierwszych reprezentowane są przez listy zastawne, akcje i udziały spółek z branży nieruchomościowej, papiery komercyjne emitowane przez te firmy, udziały w funduszach inwestycyjnych zajmujących się inwestowaniem w nieruchomości³⁹.

W drugiej grupie inwestycji – inwestycjach rzeczowych lokacyjnych- znajdują się nieruchomości zabudowane i nie zabudowane. Głównym celem inwestowania w tym przypadku jest przenoszenie wartości pieniądza. Popularne wśród inwestorów jest kupowanie w tym celu również własnościowego spółdzielczego prawa do lokalu, przeważnie mieszkalnego. Lokale takie mogą być przeznaczane na wynajem, przynosząc właścicielowi stały dochód, a w razie potrzeby mogą stać się przedmiotem obrotu towarowego⁴⁰.

Inwestycje rzeczowe produkcyjne to właściwie inwestycje we wszystkie rodzaje nieruchomości, które mają znaczenie produkcyjne i wiążą się ze zwiększeniem rozmiarów i efektywności produkcji przedsiębiorstwa.

W przypadku ostatniej grupy inwestycje nie są nastawione na zyski dla bezpośredniego inwestora. Nieruchomości w tej grupie to inwestycje osób prywatnych (mieszkaniowe, rekreacyjne), inwestycje samorządowe i Skarbu Państwa, do których zaliczamy drogi, mosty, infrastrukturę techniczną, oczyszczalnie ścieków, itd. Nieruchomości mieszkaniowe wchodzące w skład tej grupy stanowią większość nieruchomości mieszkaniowych w Polsce⁴¹.

Celem dokonywania inwestycji jest osiągnięcie zysku, czyli tego co można zarobić. Zysk może być osiągnięty na dwa sposoby. Po pierwsze, może być wygenerowany w postaci dochodu w formie dywidendy lub odsetek. Po drugie, w postaci zysku kapitałowego czyli wzrostu wartości aktywów kapitałowych. W wyrażeniu procentowym roczny zysk zrealizowany z inwestycji to stopa zwrotu. Oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji towarzyszy oczywiście ryzyko inwestycyjne, czyli prawdopodobieństwo straty kapitału, niepewność osiągnięcia oczekiwanego zysku. Inwestycja w każdy rodzaj aktywów wiąże się z ryzykiem. Nie istnieje lokata kapitału, która może mieć zerowy poziom ryzyka. Można

³⁹ Ibidem, s.27.

⁴⁰ Ibidem, s.30.

⁴¹ Ibidem, s.33.

natomiast starać się minimalizować poziom ryzyka poprzez przykładowo tworzenie portfeli inwestycyjnych.

Rynek nieruchomości jako rynek inwestycyjny i jako część rynku kapitałowego charakteryzuje się pewnymi cechami istotnymi z punktu widzenia inwestora. Cechy te są konsekwencją cech samej nieruchomości. Można powiedzieć, że rynek nieruchomości wyróżniają zarówno cechy ogólne, występujące w przypadku każdego rynku, jaki i cechy szczególne, wynikające ze specyfiki nieruchomości⁴². Wśród cech ogólnych można wyróżnić przede wszystkim dobrowolność zawieranych transakcji, ekwiwalentność rynku, brak jednego dominującego uczestnika (wykluczenie monopolu). Wśród cech szczególnych należy wymienić:

- lokalny charakter rynku – będący konsekwencją niezmienności lokalizacyjnej samej nieruchomości oraz niemożności jej przenoszenia na inne rynki⁴³;
- segmentacja rynku – wynikająca z różnorodności nieruchomości oraz praw do nieruchomości, powoduje to problemy na etapie porównywania nieruchomości,
- niedoskonałość rynku – przejawiająca się w trudnościach w osiągnięciu poziomu równowagi rynkowej; cechy nieruchomości jak wysoka kapitałochłonność i długi cykl inwestycyjny powodują, że trudno dopasować podaż do istniejącego popytu,
- mała elastyczność rynku – przejawiająca się najczęściej w stałości podaży nieruchomości w krótkim okresie,
- trudność w dostępie do informacji – brak informacji dotyczących przeprowadzanych transakcji, skutkuje problemami na etapie ustalania ceny rynkowej nieruchomości,
- interwencjonizm państwowy w obrębie rynku – liczne regulacje dotyczące rynku i zmienność tych regulacji zwiększają ryzyko inwestycyjne, np. zmiany w planowaniu przestrzennym,
- niska efektywność rynku – wynikająca z braku dostępu do wiarygodnych i kompleksowych informacji o rynku.

Umieszczenie rynku nieruchomości w strukturze rynku, jako ogółu stosunków wymiany napotkać, jest o tyle trudne, że rynek nieruchomości nie jest rynkiem homogenicznym, co odzwierciedla przede wszystkim różnorodność praw podlegającym

⁴² W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurka, B. Rogatko (red.), *Nieruchomości w Polsce. Pośrednictwo i zarządzanie*, op. cit., s. 328-329.

⁴³ Spotykana jest w literaturze przedmiotu teoria postępującej globalizacji rynku nieruchomości wynikająca z możliwości nowoczesnych technologii informacyjnych, pozwalających na inwestowania w różnych częściach świata, jednak globalizacja w przypadku nieruchomości odnosi się najczęściej do przepływu kapitałów związanych z nieruchomościami.

obrotowi w ramach rynku nieruchomości. Wg tego podziału rynek nieruchomości może być zarówno częścią rynku produktów, jak i usług. Ponadto nieruchomości stanowiące przedmiot transakcji mogą mieć różne przeznaczenie, zarówno produkcyjne jak i konsumpcyjne, co kwalifikuje rynek nieruchomości do rynku dóbr i usług produkcyjnych oraz konsumpcyjnych⁴⁴.

Rozwój rynku nieruchomości stymulowany jest w znacznym stopniu aktywnością inwestorów. E. Kucharska-Stasiak dokonuje klasyfikacji inwestorów na rynkach kapitałowych w oparciu o wiele różnorodnych kryteriów:

- a) ze względów geograficzno – politycznych inwestorów można podzielić na:
 - krajowych – angażujących kapitały na terenie własnego kraju,
 - zagranicznych – inwestujących na różnych rynkach;
- b) uwzględniając analizę cech charakterystycznych, różnicujących preferencje inwestorów w procesie nabywania obiektu inwestycyjnego, można wyodrębnić:
 - inwestorów branżowych – lokujących swoje środki w przedsiębiorstwa zajmujące się konkretną gałęzią przemysłu,
 - inwestorów funduszowych – podejmujących działalność w formie otwartych lub zamkniętych funduszy inwestycyjnych,
 - inwestorów finansowych biorących udział w alokacji kapitału, przenoszeniu nadwyżek finansowych do osób lub organizacji chcących pożyczyć pieniądze,
 - inwestorów spekulacyjnych⁴⁵ – charakteryzujących się wyższą skłonnością do ryzyka na rzecz lepszych krótkoterminowych profitów;
- c) wg podziałów Ministerstwa Skarbów, inwestorów różnicuje się na:
 - strategicznych – ponoszących pełną odpowiedzialność za dalszy rozwój przedsiębiorstw, w które inwestują,
 - pasywnych (finansowych) – kupujących mniejszościowe pakiety udziałów lub akcji przedsiębiorstw w celu osiągnięcia dochodu oraz zysku ze wzrostu wartości firm;
- d) przyjmując jako kryterium rodzaj nabywanych przez inwestorów praw, można podzielić ich na:
 - inwestorów bezpośrednich – nabywających prawa do nieruchomości,

⁴⁴ S.Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysokorozwiniętych*, op. cit., s. 41.

⁴⁵ Spekulacja wg H.B. Mayo to inwestycja oferująca potencjalnie ogromny zysk, lecz jednocześnie bardzo ryzykowna; uzasadnione jest w tym przypadku prawdopodobieństwo, że inwestycja przyniesie stratę.

- inwestorów pośrednich – nabywających prawa do udziałów w firmach lokujących w nieruchomości (np. REITs).;

e) istotny jest również podział inwestorów na:

- indywidualnych,
- instytucjonalnych (fundusze emerytalne, inwestycyjne instytucje powiernicze, towarzystwa inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, banki)⁴⁶.

Inwestorzy indywidualni to w większości osoby fizyczne, których aktywność inwestycyjna jest zróżnicowana w zależności od posiadanych zasobów kapitału⁴⁷. W Polsce udział inwestorów indywidualnych w rynku nieruchomości sprowadza się głównie do rynku mieszkaniowego. Rzadziej kapitał w tej grupie lokowany jest w nieruchomości komercyjne czy w akcje instytucji posiadających nieruchomości. Należy podkreślić, iż w Polsce, ale nie tylko, dużą barierą wchodzenia inwestorów indywidualnych na rynek nieruchomości jest wysoka kapitałochłonność nieruchomości i jej niepodzielność. W sytuacji, kiedy istnieją liczne trudności z finansowaniem lokat w nieruchomości, bariera ta staje się nie do przebicia. W krajach, w których rynek nieruchomości jest wysoko rozwinięty, zachętą dla inwestorów indywidualnych jest system możliwych do osiągnięcia ulg podatkowych⁴⁸, m.in. ulg mieszkaniowych lub ulg w podatku dochodowym od inwestycji w akcje spółek inwestujących w nieruchomości, jak REITs.

Drugą grupę inwestorów stanowią inwestorzy instytucjonalni, których łączą wspólne cechy, jak m.in.: profesjonalne lokowanie powierzonych im środków pieniężnych, zorganizowanie w formie przedsiębiorstwa, posiadanie osobowości prawnej oraz określenie przez statut prowadzenia działalności lokacyjnej jako podstawowego (fundusze powiernicze) lub jednego (towarzystwa ubezpieczeniowe) z celów działalności. Ze względu na wspomnianą już dużą kapitałochłonność inwestycji w nieruchomości, inwestorzy instytucjonalni mają decydujące znaczenie dla rynku nieruchomości.

Grupę inwestorów instytucjonalnych najczęściej określa się jako instytucje finansowe, pośredniczące w lokowaniu oszczędności osób fizycznych lub firm spoza sektora finansowego. Wśród inwestorów instytucjonalnych najczęściej wymieniane są fundusze inwestycyjne, banki inwestycyjne, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe. Inwestorom instytucjonalnym, jakimi są fundusze typu REITs została poświęcona dalsza część rozprawy.

⁴⁶ W rozprawie na tej grupie została skupiona uwaga autorki.

⁴⁷ H.Henzel (red.), *Strategie inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2009, s. 18.

⁴⁸ E. Kucharska-Stasiak, *Inwestowanie w nieruchomości*, op. cit., s.14

1.3. Modele funkcjonowania rynku nieruchomości na rynkach rozwiniętych

Elementami rynku nieruchomości, podobnie jak wszystkich innych rynków jest popyt, podaż i cena. Konieczne jest wyjaśnienie znaczenia pojęć popyt, podaż i cena oraz scharakteryzowanie tych pojęć w kontekście rynku nieruchomości. Popyt to ilość dobra, jaką nabywcy są gotowi kupić przy różnym poziomie ceny⁴⁹. Należy rozróżnić popyt potencjalny i popyt efektywny. Popyt potencjalny bowiem odzwierciedla ogół potrzeb rynku, a popyt efektywny tę część potrzeb, która jest poparta siłą nabywczą ludności. Popyt potencjalny nigdy nie zrówna się z popytem efektywnym z uwagi na to, że zawsze pozostanie część potrzeb, których w danym czasie nie ma możliwości zaspokojenia, przede wszystkim ze względu na ograniczone zasoby finansowe. Popyt efektywny natomiast może się zwiększać lub zmniejszać odpowiednio pod wpływem zwiększenia lub zmniejszenia dochodów, bądź też zmniejszenia lub zwiększenia cen na rynku.

Na rynku nieruchomości popyt efektywny możemy zdefiniować jako liczbę potencjalnych poszukujących danego typu nieruchomości do kupienia lub wynajęcia, po różnych cenach, na danym rynku i w danym czasie, przy założeniu stałości pozostałych czynników (*ceteris paribus*), jak dochód, liczba ludności, etc.

Cechą charakterystyczną popytu na nieruchomości jest silna intensywność ich ujawniania się, mała substytucyjność, a także słaba relacja wielkości popytu na ceny oraz znaczna rozbieżność pomiędzy popytem potencjalnym i efektywnym⁵⁰.

Podaż to ilość dobra, jaką sprzedawcy są gotowi zaoferować przy różnym poziomie ceny⁵¹. Podaż na rynku nieruchomości oznacza liczbę nieruchomości dostępnych na danym rynku i w danym czasie do sprzedaży lub wynajęcia, po różnych cenach przy założeniu, że pozostałe czynniki są stałe (*ceteris paribus*). Podaż nieruchomości na rynku najmu obejmuje dwie części: nieruchomości istniejące, oferowane do ponownego wynajmu, i nowe nieruchomości, dla których poszukiwani są najemcy. Podaż istniejących nieruchomości zależy od liczby najemców, którzy wycofali się lub nie przedłużyli umów najmu. Wykazuje zatem odmienny trend do zmian w popycie – gdy popyt rośnie, podaż istniejących nieruchomości, gotowych do wynajęcia maleje. Podaż może rosnąć w momencie kiedy przyrost nowych nieruchomości, nowoczesnych pod względem technologicznym i

⁴⁹ D.Begg, S.Fischer, R.Dornbusch, *Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s.77.

⁵⁰ E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s. 61.

⁵¹ D.Begg, S.Fischer, R.Dornbusch, op.cit., s.77.

wizualnym, spowoduje przesunięcie najemców ku nowym zasobom. Istnieją czynniki, które mogą przyczynić się do ograniczenia obrotu, a co za tym idzie do stabilizacji podaży istniejącej powierzchni. Wśród takich czynników możemy wyróżnić przede wszystkim długoletnie umowy najmu oraz wysoki koszt przeprowadzki do nowych pomieszczeń⁵².

Podaż na rynku nieruchomości zależy od aktywności deweloperów, uzależnionej od opłacalności realizowanych przez nich przedsięwzięć inwestycyjnych. Wzrost stawek czynszów spowodowany rosnącym popytem jest sygnałem do podjęcia nowych inwestycji deweloperskich.

Podobnie jak w przypadku popytu, cechą charakterystyczną podaży jest powolna reakcja na zmiany cen. Powolna reakcja jest przede wszystkim skutkiem długości samego procesu inwestycyjnego. Oznacza to, że w krótkim okresie podaż jest mało elastyczna na zmiany cen lub innych warunków rynkowych⁵³. Szybki przyrost podaży jako reakcja na wzrost stawek czynszów nie jest możliwy. Wynika to przede wszystkim z długości procesu inwestycyjnego na rynku nieruchomości. Niska elastyczność nie oznacza, że w krótkich okresach podaż jest natomiast stała. Jej wielkość to efekt decyzji inwestycyjnych podejmowanych we wcześniejszych okresach.

W okresach odzwierciedlających długość cyklu koniunkturalnego podaż zarówno nowych, jak i istniejących już powierzchni jest znacznie bardziej elastyczna, wskazując na cykliczność. W fazie recesji podaż istniejących nieruchomości do wynajęcia będzie wykazywała tendencję wzrostową. Jest to spowodowane wyjściem z rynków części dotychczasowych najemców, bądź ograniczeniem przez nich zajmowanych powierzchni. W fazie ożywienia i szczytu cyklu koniunkturalnego podaż wykaże tendencję malejącą⁵⁴.

Należy zwrócić uwagę na różnicę między pojęciami popyt i wielkość popytu. Popyt mówi o postępowaniu nabywców przy różnych poziomach ceny. Określonej cenie odpowiadają określone rozmiary zapotrzebowania. Pojęcie wielkość popytu (zapotrzebowania) ma sens tylko w odniesieniu do określonej ceny. Podobne rozróżnienie należy przyjąć w przypadku podaży i wielkości podaży.

Cena to ilość pewnego dobra (najczęściej pieniądza), za przyjęcie której sprzedający jest gotów zrzec się swoich praw do danego dobra, lub też kupujący jest gotów ją kupić, aby do tego dobra nabyć prawa. Cena może dotyczyć zarówno towaru jak i usługi. Według większości teorii ekonomicznych cena stanowi wyrażenie wartości danego dobra.

⁵² E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s. 61.

⁵³ Ibidem, s. 61.

⁵⁴ Ibidem, s. 62.

Wielkość podaży uzależniona jest nie tylko od ceny, ale także od innych czynników pozacenowych, jak np. wysokości kosztów produkcji. Spadek kosztów produkcji w budownictwie czy też spadek kosztów utrzymania budynków spowoduje przesunięcie krzywej podaży w prawo. Przy stałej cenie zyski producentów będą wyższe i podaż również będzie większa. Wzrost podaży wiąże się z koniecznością realizacji nowych przedsięwzięć inwestycyjnych wymagających dużych nakładów kapitału oraz przede wszystkim zaangażowania czasu (proces inwestycyjny może trwać nawet kilkadziesiąt miesięcy). Skutkiem tego jest nieelastyczna podaż w krótkim okresie. Dostosowanie podaży do popytu i ceny następuje dopiero w długim okresie.

Rynek nieruchomości z wszystkimi swoimi cechami odznacza się pewną specyfiką widoczną w modelu jego funkcjonowania. Należy w tym miejscu wspomnieć o kilku przejawach specyfiki rynku.

Różnorodność rynku nieruchomości skutkuje tym, że stosunki wymiany dotyczą nie tylko prawa własności, ale również innych praw związanych z korzystaniem z nieruchomości. Ta cecha wpływa na strukturę rynku nieruchomości. Z punktu widzenia nabywanych praw wyróżnia się: rynek aktywów finansowych, czyli inwestujących we własność lub nabywających prawa zbliżone do własności oraz rynek użytkowników, na którym udostępniane jest prawo do korzystania z nieruchomości.

Relacje zachodzące między uczestnikami rynku nieruchomości opierają się nie tylko na wymianie. Obejmują także takie relacje, które nie mają charakteru rynkowego, np. eksmisję, wywłaszczenie, darowiznę.

Na rynku nieruchomości mechanizm rynkowy działa w sposób ograniczony, co stanowi efekt występowania deformacji w oddziaływaniu popytu, podaży i ceny. Deformacja taka może być skutkiem takich czynników jak: interwencjonizmu państwa, naturalnej sztywności popytu i podaży w krótkim okresie, małej przejrzystości rynku nieruchomości.

Wspomniane deformacje w oddziaływaniu podaży, popytu i ceny na rynku nieruchomości stanowią źródło stanów nierównowagi. Stabilność podaży w krótkim okresie, mała elastyczność cenowa popytu i interwencjonizm państwa, powodują, że stany nierównowagi mogą mieć charakter długotrwały⁵⁵.

Instytucjonalny charakter rynku nieruchomości powoduje, że stosunki występujące między uczestnikami rynku są często silnie zniekształcone. Na najwyższym poziomie instytucjonalizmu rynkowego znajdują się zasady polityczne, społeczne, gospodarcze i

⁵⁵ Ibidem, s.71.

prawne. Niżej znajdują się ramy tworzące właściwości danego rynku, determinujące jego strukturę, zakres i funkcje. Najniżej umiejscowione są organizacje tworzące i organizujące rynek nieruchomości. Relacje zachodzące w ramach jednego poziomu oraz relacje zachodzące pomiędzy poziomami, wpływają na zachowania rynku, w tym także rynku nieruchomości. Przebieg i zakres procesów rynkowych oraz sposoby, w jakich nieruchomości są użytkowane i posiadane nie są zatem jednakowe dla wszystkich grup społecznych.

Mając na względzie postępującą globalizację czyli integrację międzynarodowych rynków i różnych sfer życia gospodarczego, obserwacja procesów rynkowych i monitorowanie pojawiających się przejawów kryzysowych jest znacznie utrudnione⁵⁶. Skutkuje to coraz dotkliwszymi efektami kryzysów, zwłaszcza jeżeli dotyczą równolegle ogólnie gospodarki, rynku nieruchomości oraz rynku kapitałowego.

Obserwacje rynku nieruchomości powinny prowadzić do wyodrębnienia czynników wpływających na rozmiary popytu i podaży na rynku, koncentrując się na analizach zarówno gospodarki lokalnej, konkurencji jak i określonego segmentu rynku nieruchomości.

Jak już wspomniano wcześniej cechą charakterystyczną rynku nieruchomości jest spóźniona reakcja na fazy cyklu koniunkturalnego, przejawiająca się w niedostosowaniu podaży do popytu w krótkim okresie. Generalnie w fazie kryzysu ceny nieruchomości powoli wyhamowują aby przejść w stan dłuższej stabilizacji. Podaż dostosowuje się z kolei w dłuższej perspektywie czasowej. Jest to efektem zarówno długiego procesu inwestycyjnego, jak również długiego okresu użytkowania nieruchomości.

1.4. Powiązania rynku nieruchomości

Określenie relacji łączących rynek nieruchomości z innymi rynkami oraz umiejscowienie go na tle innych rynków wymaga przeanalizowania wpływu rynku nieruchomości na gospodarkę oraz gospodarki na rynek nieruchomości.

Gospodarka rynkowa składa się z szeregu mniejszych połączonych ze sobą rynków. Wspólną ich cechą jest występowanie na nich popytu, podaży i ceny. Ze względu na to, że klasyfikacji rynków jest wiele, należy przyjąć umowne jej kryteria. Do najczęściej stosowanych należą:

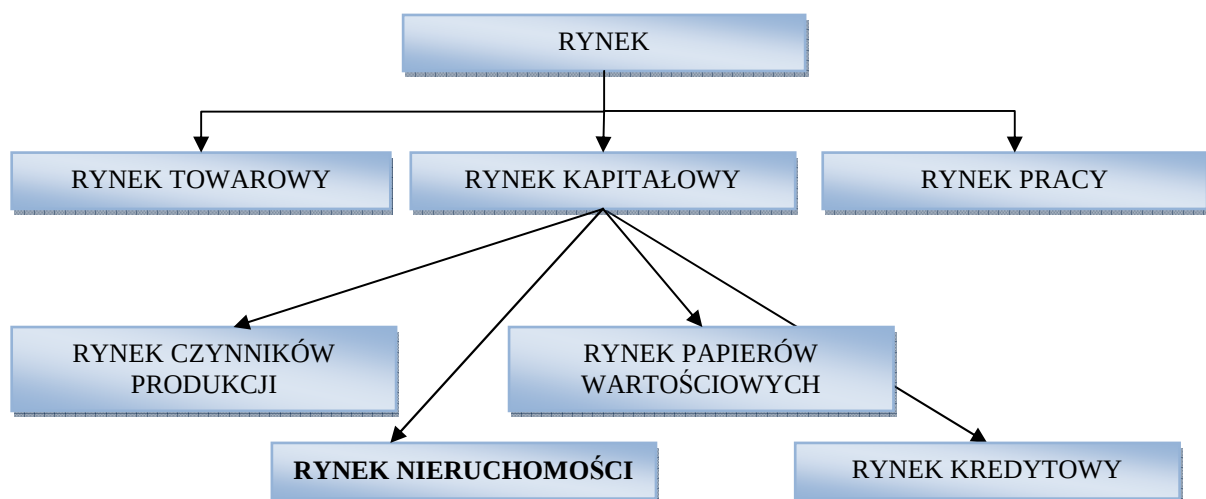
- kryterium przedmiotu wymiany,

⁵⁶ W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurka, B. Rogatko (red.), *Nieruchomości w Polsce. Pośrednictwo i zarządzanie*, op. cit., s. 332.

- kryterium podmiotów rynku,
- kryterium przestrzenne.⁵⁷

Starając się określić powiązania między rynkiem nieruchomości a innymi rynkami w ramach gospodarki rynkowej, najbardziej istotne wydaje się przyjęcie kryterium przedmiotu wymiany, według którego wyróżnia się rynek produktów, usług, pracy i kapitału pieniężnego. Idąc dalej można wyróżnić w ramach rynku produktów rynek produktów inwestycyjnych oraz rynek produktów konsumpcyjnych. W ramach rynku kapitału pieniężnego wyróżnia się rynek pieniężny i kapitałowy. Wyróżnienie obu tych rynków występuje przy zastosowaniu dwóch kryteriów:⁵⁸

- kryterium czasu dysponowania środkami przez podmiot finansujący własną działalność,
- celu, na który podmiot decyduje się przeznaczyć uzyskane środki.



Rysunek 2. Schemat rynku

Źródło: A. Sopoćko: *Giełda papierów wartościowych*, Warszawa 1991, s.10

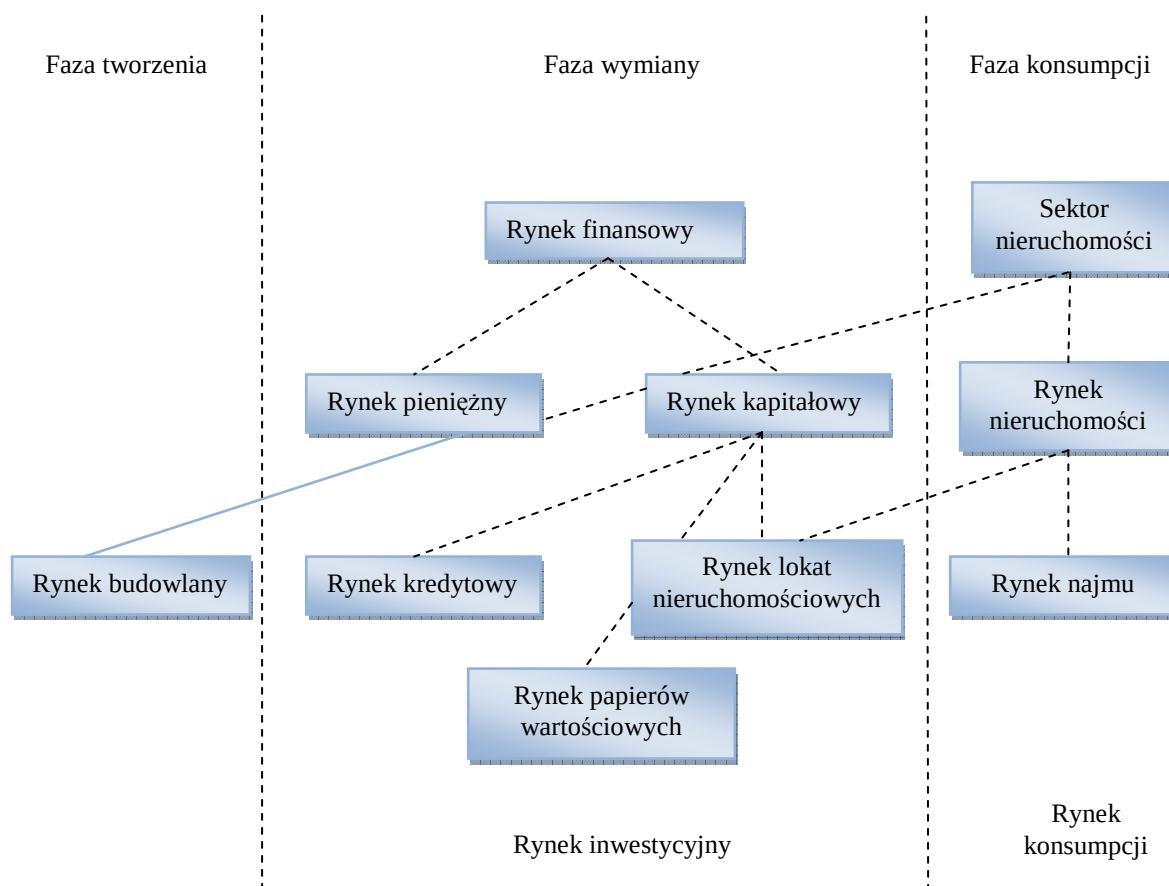
Biorąc pod uwagę kryterium czasu na rynku pieniężnym obrotowi podlega pieniądz o okresie żywotności do roku, czyli weksle, czek, a na rynku kapitałowym pieniądz o żywotności powyżej roku w postaci m.in. akcji i obligacji. Podział na rynek pieniężny i kapitałowy jest stosunkowo umowny, gdyż nie ma możliwości wyodrębnienia kryteriów dzielących instrumenty, którymi każdy z tych rynków dysponuje. Najczęściej jednak rynek kapitałowy jest utożsamiany z rynkiem papierów wartościowych. Jest to bardzo wąskie ujęcie

⁵⁷ E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s. 93.

⁵⁸ J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, Olympus Warszawa 1992, s. 15.

tego rynku. W teorii ekonomii pojęcie rynku kapitałowego jest znacznie szersze, gdyż oprócz rynku finansowego zawiera także rynek czynników produkcji, rynek nieruchomości oraz rynek kredytowy⁵⁹. Według A. Sopoćko⁶⁰, rynek kapitałowy to ogół transakcji w gospodarce, z wyłączeniem rynku towarowego oraz rynku pracy (Rysunek 2).

Umiejscawiając rynek nieruchomości uznaje się, że w ramach rynku produktów, jest on częścią rynku produktów inwestycyjnych. Wynika to przede wszystkim z fizycznych cech nieruchomości, jak trwałość, które powodują, że nieruchomość traktuje się jak długoterminową inwestycję. Z tego względu można uznać rynek nieruchomości za część rynku inwestycyjnego.



Rysunek 3. Miejsce rynku nieruchomości w gospodarce

Źródło: E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 95

⁵⁹ Więcej w: A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, Warszawa 1991, s.10.

⁶⁰ A. Sopoćko: *Giełda papierów wartościowych*, Warszawa 1991, s.10.

Rynek nieruchomości jest także częścią rynku kapitałowego. Dokonuje się bowiem na nim długoterminowych lokat kapitału. Lokaty te mogą mieć zarówno charakter bezpośredni - zakup nieruchomości zabudowanej lub niezabudowanej, oraz pośredni – nabycie papierów wartościowych związanych z rynkiem nieruchomości, np. listów zastawnych. Będąc częścią rynku kapitałowego, rynek nieruchomości sąsiaduje z rynkiem papierów wartościowych, rynkiem kredytowym i rynkiem czynników produkcji. Wszystkie te rynki odznaczają się dużą konkurencyjnością ze względu na ograniczenia w inwestowanym kapitale oraz zróżnicowaną dochodowość poszczególnych lokat kapitałowych. Poszczególne rynki konkurują między sobą nie tylko poziomem dochodów, ale także poziomem ryzyka, wpływającym na skłonność do inwestowania.

Wpływ gospodarki na rynek nieruchomości przejawia się w przenoszeniu ogólnogospodarczej aktywności na popyt na nieruchomości i uwidacznia się w takich zjawiskach, jak:

- zmiany popytu na powierzchnię,
- zmiany w poziomie budownictwa,
- zmiany stóp oprocentowania kredytów,
- atrakcyjność innych lokat kapitałowych,
- oczekiwania dotyczące przyszłego rozwoju gospodarki,
- zmiany wartości kapitałowej nieruchomości w bilansach spółek.

Wśród podstawowych przejawów wpływu rynku nieruchomości na gospodarkę można wyszczególnić następujące tendencje:

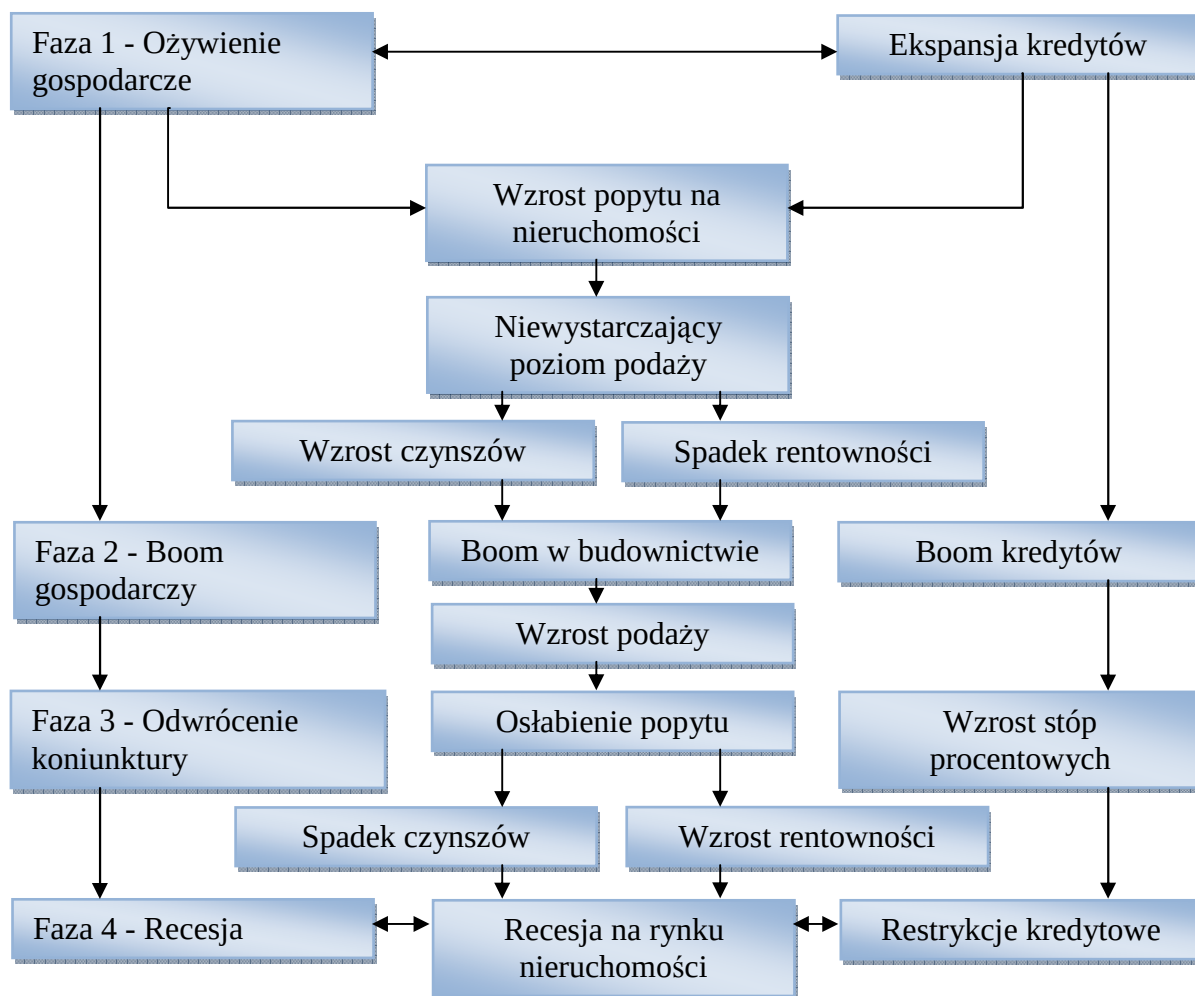
- rozpoczęcie realizacji nowych obiektów przez deweloperów → wzrost zatrudnienia → wzrost siły nabywczej ludności → wzrost popytu na dobra i usługi wytwarzane przez podmioty gospodarcze → wzrost wielkości produkcji → wzrost popytu na powierzchnie,
- rozpoczęcie realizacji nowych obiektów przez deweloperów → wzrost wpływów do budżetów lokalnych → wzrost aktywności gospodarczej regionu → wzrost zainteresowania inwestorów lokowaniem kapitału w nieruchomości,
- spadek koniunktury na rynku nieruchomości → spadek dochodowości, wartości i cen nieruchomości → utrudnienie spłaty zaciągniętych kredytów → ograniczenie funkcji kredytowej banków → wzrost kosztów kredytu i kosztów inwestycji → spadek skłonności do inwestowania.

Rynek nieruchomości zależy w dużej mierze od rozwoju gospodarczego kraju i jego ogólnej sytuacji makroekonomicznej. Podobnie zatem jak gospodarka przechodzi przez różne fazy tak i rynek nieruchomości odczuwa skutki takich zmian w sytuacji makroekonomicznej. Fazy gospodarki nazywane są tzw. cyklem koniunkturalnym. Cykl koniunkturalny określany jest jako wahania wokół trendu potencjalnego wzrostu gospodarczego. Mówi się, że gospodarka znajdująca się powyżej jej potencjalnego wzrostu jest w fazie ekspansji, natomiast znajdująca się poniżej jest w fazie recesji. Podobnie mamy zatem do czynienia z cyklami rynku nieruchomości, które są powtarzającymi się, nieregularnymi wahaniami stopy zwrotu z nieruchomości. Cykl rynku nieruchomości obrazuje tendencje popytu, podaży i cen nieruchomości do wahaniasię wokół ich długookresowych trendów lub wartości przeciętnych.

H. Henzel przedstawia cztery fazy rozwoju rynku nieruchomości, uzależnione od ogólnej sytuacji gospodarczej kraju, w tym w szczególności od sytuacji sektora kredytowego⁶¹ (Rysunek 4).

Pierwsza faza to ożywienie gospodarcze, podczas której obserwowany jest niedostatek podaży nieruchomości, będący konsekwencją słabej aktywności deweloperskiej w poprzedniej fazie cyklu. To powolne dostosowywanie się do sytuacji rynkowej jest efektem przede wszystkim długiego procesu inwestycyjnego, związanego z tworzeniem nowej podaży nieruchomości. W okresie ożywienia występuje ekspansywna polityka monetarna i fiskalna, skutkująca wzrostem zatrudnienia, łatwiejszą dostępnością kredytów, co prowadzi do wzrostu siły nabywczej gospodarstw domowych. Niedobór podaży i poprawiająca się sytuacja na rynku prowadzi do zwiększenia aktywności inwestorów, zwłaszcza w grupie deweloperów, planujących rozpoczęcie nowych przedsięwzięć budowlanych. Niedostatek podaży powoduje także wzrost czynszów.

⁶¹ H.Henzel (red.), Inwestycje na rynku nieruchomości, op. cit., s. 57-63.



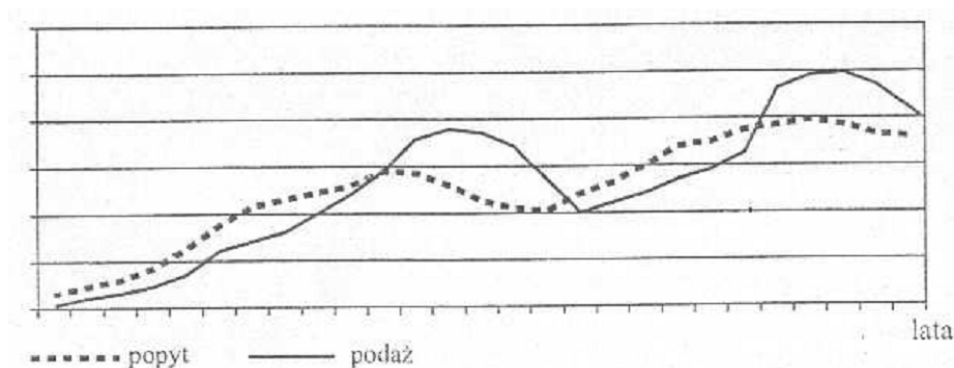
Rysunek 4. Fazy rozwoju rynku nieruchomości

Źródło: H. Henzel (red.), *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004, s. 61

Relacje pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowym w fazie ożywienia można przedstawić następująco:

- wzrost popytu na powierzchnie,
- wzrost stawek czynszów,
- wzrost popytu na kredyty ze strony inwestorów i deweloperów,
- wzrost cen nieruchomości,
- wzrost rynkowej wartości zabezpieczenia wierzytelności,
- zmniejszenie ryzyka kredytodawców,
- wzrost zaangażowania kredytodawców w finansowanie rynku nieruchomości.

Okres ożywienia poparty zwiększeniem możliwości pozyskania finansowania inwestycji w nieruchomości (zwłaszcza łatwością pozyskania kredytów hipotecznych) otwiera drzwi do przejścia w fazę boomu gospodarczego. Początkiem boomu jest zdecydowanie wzmożenia działalności w sektorze budowlanym oraz w sferze inwestycyjnej. Wysoki popyt z poprzedniej fazy jest już teraz stosunkowo szybko zaspokajany wzrastającą podażą we wszystkich możliwych sektorach rynku nieruchomości. Jednocześnie obserwowany jest dynamiczny wzrost czynszów, cen nieruchomości, kredytów hipotecznych. Wzrasta też liczba wydawanych pozwoleń na budowę.



Rysunek 5. Kształtowanie się popytu i podaży w kolejnych fazach cyklu koniunkturalnego

Źródło: H. Gawron, *Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2006, s. 42.

Trzecia faza to szybki wzrost podaży powierzchni różnego typu na rynku pierwotnym. Ze względu na pojawiające się napięcia inflacyjne zostaje zaostrzona polityka monetarna państwa. Rozwój osiągnął maksimum i rozpoczyna się odwrócenie koniunktury gospodarczej. Pojawia się znaczna nadpodaż powierzchni, co powoduje zdecydowany spadek czynszów i cen nieruchomości, zarówno mieszkaniowych jak i komercyjnych. Firmy budowlane i deweloperskie przeżywają w tej fazie zdecydowane kłopoty i liczne trudności wynikające m.in. z utrzymaniem płynności finansowej. Do kryzysu płynności przyczynia się także wstrzymanie udzielania preferencyjnych kredytów hipotecznych.

W czwartej fazie cyklu czyli fazie recesji słabnie aktywność gospodarcza, wzrasta stopa bezrobocia, a tym samym siła nabywcza gospodarstw domowych zdecydowanie się zmniejsza. Popyt na nieruchomości ciągle maleje, ale podaż jeszcze rośnie, gdyż oddawane są do użytku jeszcze inwestycje rozpoczęte w poprzednich fazach cyklu. Trudności finansowe

inwestorów, brak możliwości pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania, a dodatkowo niemożność sprzedaży wybudowanych obiektów pogłębiają fazę recesji. Granice recesji na rynku nieruchomości wyznaczone są natomiast przez politykę monetarną, w szczególności poziom współpracy inwestorów z bankami. W fazie recesji relacje sektora finansowego i rynku nieruchomości przedstawiają się następująco:

- nadpodaż powierzchni,
- spadek stawek czynszów,
- spadek popytu na kredyty ze strony inwestorów i deweloperów,
- spadek cen nieruchomości,
- spadek rynkowej wartości zabezpieczenia wierzytelności,
- zwiększenie ryzyka kredytodawców,
- spadek zaangażowania kredytodawców w finansowanie rynku nieruchomości.

Cykliczny charakter rynku pozwala na pewien stopień przewidywalności w warunkach zmieniającego się otoczenia.

Kształtowanie się relacji, które zachodzą pomiędzy popytem a podażą na rynku nieruchomości w dłuższym okresie, czyli w kolejnych fazach cyklu koniunkturalnego przedstawia rysunek 5.

Każda z faz cyklu nieruchomości ma wpływ na działalność zarządzających funduszami nieruchomości. W fazie ożywienia często pojawia się szansa zakupu funduszy za wartość zdecydowanie niższą aniżeli wartość posiadanych przez fundusze portfeli inwestycyjnych. W fazie boomu dobrze pozycjonowane i zarządzane fundusze mają ogromne szanse na wzrost czynszów w posiadanych przez siebie nieruchomościach, budowę nowych obiektów, przez co podwyższenie dochodów. W momencie odwrócenia koniunktury zarządzający funduszami mają szanse na aktywną sprzedaż mało kluczowych nieruchomości, zanim nastąpi kulminacyjny spadek cen i jednocześnie spadek dochodów. Tym samym mogą zebrać spore zyski oraz uchronić się przed negatywnymi wynikami inwestycyjnymi.

Ostatecznie w fazie recesji następuje doskonały moment dla inwestorów na kupno nieruchomości. Fundusze dysponując kapitałem udziałowców i zyskami ze sprzedaży w poprzedniej fazie, mogą nabywać nowe obiekty w bardzo korzystnych cenach, odnawiając tym samym portfel nieruchomości.

Tabela 2. Fazy cyklu rynku nieruchomości

FAZA OŻYWIEŃIA • popyt zaczyna przewyższać podaż, • wzrost czynszów, • wzrost cen nieruchomości	FAZA BOOMU • wzrost czynszów jest impulsem do nowych inwestycji, • dalszy wzrost czynszów, • działania spekulacyjne deweloperów, • podaż zrównuje się z popytem
FAZA ODWRÓCENIA KONIUNKTURY • nowa podaż przewyższa popyt, • wzrost pustostanów, • spadek czynszów, • spadek cen nieruchomości	FAZA RECESJI • czynsze się stabilizują, • brak nowych inwestycji, • ponadprzeciętne poziomy pustostanów, • niekorzystne warunki ekonomiczne

Źródło: Opracowanie własne na podst.: R.Imperiale, *Getting started In Real Estate Investment Trust*, John Wiley&Sons, Inc., Hoboken 2006, New Jersey, USA, s. 69

W literaturze spotykany jest podział na cztery różne rodzaje cykli na rynku nieruchomości, w zależności od ich długości⁶²:

- cykle 4 - 5 letnie (cykle popytowe) – oddziałując na rynek użytkowników, ma wpływ na poziom czynszów i ceny na rynku nieruchomości, w tym także na działalność deweloperską; cykl ten jest następstwem zmian stojących po stronie popytowej;
- cykle 9 - 10 letnie (cykle Juglara) – w przeciwieństwie do cykli popytowych, w tym przypadku cykle te są efektem zmian po stronie podażowej rynku nieruchomości;
- cykle 20 - 30 letnie (cykle Kuznieca) – zasadniczo związane z długimi spekulacyjnymi okresami wysokiej koniunktury w sektorze budowlanym; wpływa na nie cykl na rynku gruntów (18-letni); istotną rolę w jego powstawaniu odgrywa system podatkowy, a w szczególności wzrost podatków zachęca osoby fizyczne i podmioty gospodarcze do poszukiwania dochodu nie pochodzącego z pracy; takie

⁶² E.Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s.105.

właśnie możliwości dają dochody ze wzrostu cen gruntów; z kolei wzrost cen gruntów skutkuje wzrostem kosztów inwestycji, wzrostem co za tym idzie udziału sektora bankowego w kredytowaniu inwestycji, wzrostem stawek czynszowych, prowadząc do spowolnienia, a ostatecznie do kryzysu gospodarczego;

- cykle 50 - letnie (cykle Kondratiewa) – związane z innowacjami i pojawianiem się nowych technologii.

Rynek nieruchomości jest jednym z kluczowych elementów decydujących o rozwoju gospodarki na każdym szczeblu. O znaczeniu tego sektora świadczą m.in. dane GUS dotyczące udziału budynków i budowli w środkach trwałych w gospodarce narodowej. W 2009 r. udział ten wyniósł 64,6%⁶³. Jedną z głównych funkcji rynku nieruchomości jest umożliwienie inwestorom lokowania kapitału. Zarówno popyt, jak i podaż na rynku nieruchomości uwarunkowane są dostępnością środków finansowych, w tym ze względu na wysoką kapitałochłonność nieruchomości, w dużym zakresie także środków obcych. Rynek nieruchomości i sektor bankowy, w szczególności sektor kredytowy, są ściśle ze sobą powiązane, co zostało już przedstawione na przykładzie cykli koniunkturalnych na rynku nieruchomości. Podstawową rolę w finansowaniu rynku nieruchomości odgrywają banki poprzez:

- udzielanie kredytów na zakup nieruchomości,
- finansowanie deweloperów i przedsięwzięć budowlanych,
- kredyty dla pośredników finansowych, którzy są zaangażowani w kredytowanie nieruchomości,
- wykorzystywanie nieruchomości, jako zabezpieczenie kredytów,
- bezpośrednie inwestowanie w nieruchomości⁶⁴.

Powiązanie rynku nieruchomości z sektorem finansowym, przejawia się głównie silną korelacją pomiędzy dynamiką cen nieruchomości, a przyrostem kredytu bankowego. Wzrosty cen nieruchomości mianowicie jest poprzedzany wzrostem kredytu bankowego, spadki cen, ograniczeniem przyrostu kredytu. Tak silne zależności pomiędzy rynkiem nieruchomości a sektorem finansowym powodują, że zmiany cen nieruchomości mogą przyczynić się do zaburzeń w sektorze finansowym, przekładając się jednocześnie na całą gospodarkę.

Rynek nieruchomości jest niewątpliwie pod ciągłym wpływem zmian zachodzących w gospodarce. Jednocześnie, jako element systemu gospodarki, ma wpływ na zmiany makroekonomiczne. Gospodarka może wpływać na rynek nieruchomości głównie w aspekcie

⁶³ Główny Urząd Statystyczny, *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2009 r.*, Warszawa 2010.

⁶⁴ E.Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s.110.

przenoszenia ogólnogospodarczej aktywności na popyt na nieruchomości. Z drugiej strony rynek nieruchomości może wpływać na gospodarkę głównie poprzez udział w PKB, w podatkach oraz w absorpcji siły roboczej. Wpływając na zmienne makroekonomiczne, pobudza gospodarkę w fazie ożywienia i może spowolnić wejście w fazę recesji. Poprzez silne związki z sektorem finansowym może z kolei pobudzić tendencje spadkowe w gospodarce.

1.5. Źródła finansowania rynku nieruchomości

Podstawowym czynnikiem hamującym rozwój rynku nieruchomości w Polsce jest brak kapitału. Analizując doświadczenia krajów wysokorozwiniętych należy zauważyć, że rozwój rynku nieruchomości w głównej mierze zależy od systemu finansowania. W Polsce system finansowania ciągle nie nadąża za rozwojem rynku nieruchomości, stając się w ten sposób jego hamulcem.

Finansowanie nieruchomości jest ściśle powiązane z inwestowaniem w nieruchomości. Finansowanie jest ogólnie mówiąc gromadzeniem albo pozyskiwaniem kapitału⁶⁵. Najczęściej spotykanym podziałem źródeł finansowania inwestycji, jest podział na kapitały własne (wewnętrzne) i kapitały obce (zewnętrzne), co obrazuje tabela 3.

Tabela 3. Rodzaje kapitału

RODZAJE KAPITAŁU			
KAPITAŁ WŁASNY		KAPITAŁ OBCY	
wewnętrzny	zewnętrzny	zwrotny	bezzwrotny
- nadwyżki finansowe (odpłatne udostępnianie majątku, wyprzedaż zbędnego majątku) - odpisy amortyzacyjne	- wkłady założycielskie - emisja akcji/udziałów	- kredyty, pożyczki, - emisja dłużnych papierów wartościowych, - leasing	- środki budżetowe,- środki z funduszy celowych

Źródło: Opracowanie na podstawie A.Michalak: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s.69

⁶⁵ A.Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, op. cit., s.66.

Jedną z charakterystycznych cech nieruchomości jako przedmiotu inwestowania jest jej wysoka kapitałochłonność. Oznacza to, że czynności związane z nabywaniem nieruchomości i utrzymaniem nieruchomości wymagają od właściciela i jednocześnie inwestora relatywnie dużych zasobów środków finansowych. Konsekwencją tego jest konieczność wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji w nieruchomości. Odnosi się to przede wszystkim do inwestycji bezpośrednich.

Jedną z cech rynku nieruchomości wyróżnianą przez M. Bryxa jest globalizacja finansowania rynku nieruchomości. Globalizacja finansowania ułatwia dokonywanie międzynarodowych transakcji w obrębie rynku nieruchomości. Lokalne rynki nieruchomości mogą korzystać z międzynarodowych kapitałów, umożliwiających ich finansowanie, a co za tym idzie rozwój i wzrost konkurencyjności. Jednym z głównych źródeł tego typu finansowania inwestycji na rynku nieruchomości są fundusze nieruchomości, reprezentujące grupę międzynarodowych inwestorów zainteresowanych rynkami lokalnymi poza granicami krajów ich pochodzenia.

Finansowanie w przypadku nieruchomości ma zdecydowanie większe znaczenie i wiąże się z koniecznością zaangażowania nieporównywalnie większych zasobów kapitału niż w przypadku innych dóbr. Nieruchomość w swojej naturze jest dobrem kapitałochłonnym, wymagającym korzystania z zewnętrznych, obcych źródeł finansowania, głównie kredytów bankowych. Ze względu na specyfikę nieruchomości i takie jej cechy jak przede wszystkim fakt, że stanowi ona doskonałe zabezpieczenie kapitału oraz chroni zainwestowany kapitał przed inflacją, w sektorze finansowym wykształconych zostało wiele rozwiązań przeznaczonych wyłącznie do finansowania inwestycji w nieruchomości.

Źródłem pozyskiwania środków dla rynku nieruchomości jest zarówno rynek pieniężny, jak i rynek kapitałowy⁶⁶. Emisje obligacji krótkoterminowych lub weksli stanowią źródło krótkoterminowego finansowania rynku nieruchomości. Na podstawie stopy rentowności bonów skarbowych i obligacji banki ustalają poziom kosztów udzielania kredytów krótkoterminowych przeznaczanych głównie dla przedsięwzięć deweloperskich. Finansowanie przedsięwzięć deweloperskich polegających na budowie i sprzedaży nowych obiektów odbywa się zatem głównie za pośrednictwem krótkoterminowego pieniądza kreowanego przez banki. Oczywiście finansowanie krótkoterminowe wiąże się z wieloma zagrożeniami dla firm deweloperskich. Po pierwsze kredyty krótkoterminowe są udzielane w oparciu o gwarancje udzielane przez dewelopera na bazie jego majątku lub z zabezpieczeniem

⁶⁶ E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s. 166.

hipotecznym na nieruchomości będącej przedmiotem finansowania. Niestety zależą one od wskaźników rynkowych a zatem koszty uzależnione są od stóp procentowych. Wysoki popyt na pieniądź krótkoterminowy przy ograniczonej podaży, powoduje wzrost stóp procentowych, co pociąga za sobą wzrost kosztów finansowania krótkoterminowego. Efektem są mniejsze zyski osiągane przy realizacji projektów deweloperskich, a w ostateczności ograniczenie realizacji nowych przedsięwzięć.

Pieniądź krótkoterminowy pochodzący z rynku pieniężnego finansuje fazę budowy. Po jej ukończeniu rynek nieruchomości zasilany jest pieniądzem długoterminowym, pochodzącym z rynku kapitałowego. Rynek kapitałowy partycypuje w finansowaniu rynku nieruchomości dostarczając średnio – i długoterminowego kapitału, wygenerowanego przez emisję akcji, obligacji czy ustanowienie hipoteki.⁶⁷

Mechanizmy finansowania rynku nieruchomości w krajach rozwiniętych charakteryzują się dużą różnorodnością. W miarę rozwoju gospodarki i zmian na rynkach globalnych ewolucji podlegają także metody i schematy finansowania inwestycji w nieruchomości. Inwestorzy na rynku nieruchomości poszukują coraz to nowszych i bardziej skomplikowanych rozwiązań mających na celu finansowanie planowanych bądź realizowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. Ze względu na silne powiązania rynku nieruchomości z rynkiem finansowym, zależności od polityki fiskalnej i monetarnej rządu oraz interwencjonizmu rządu przede wszystkim w sferze budownictwa mieszkaniowego, ewolucja sposobów finansowania inwestycji w nieruchomości jest w dużej mierze konsekwencją tych czynników.

Zmiana warunków ekonomicznych zarówno w skali kraju jak i na gruncie międzynarodowym wymusza ewolucję mechanizmów finansujących rynek nieruchomości. Czynnikiem przyspieszającym konieczność rozwoju systemu finansowania jest szeroko rozumiana globalizacja, a w szczególności globalizacja rynków kapitałowych. Skutkiem jest łatwiejszy przepływ kapitałowy między granicami poszczególnych krajów. Łatwiejszy przepływ kapitałów oznacza wzrost możliwości finansowania inwestycji w nieruchomości w państwach słabiej rozwiniętych, co sprzyja rozwojowi lokalnych rynków nieruchomości. Sytuacja ta obserwowana jest na przykładzie Europy Środkowej, gdzie rozwój rynków nieruchomości jest w dużej mierze determinowany poziomem napływu kapitałów zagranicznych w tym sektorze.

⁶⁷ Ibidem, s. 167.

Inwestycje wymagają zaangażowania kapitału. Dlatego też wyjściowym warunkiem koniecznym do dokonania różnego rodzaju inwestycji jest dysponowanie odpowiednim kapitałem w postaci określonego zasobu środków gospodarczych wszelkiego rodzaju, tj. finansowych, dóbr rzeczowych, dóbr materialnych. Sposób zainwestowania kapitału oraz skala pomnażania jego wartości zależy przede wszystkim od wielkości zgromadzonego kapitału. Ze względu na źródło pochodzenia kapitału można wyróżnić kapitały własne i obce⁶⁸.

Kapitały własne uzyskuje się poprzez przeznaczenie części zysku na działalność inwestycyjną. Dodatkowym źródłem zdobycia kapitału własnego jest emisja akcji.⁶⁹ Kapitały własne mogą być inwestowane w nieruchomości poprzez finansowanie indywidualne lub grupowe. Finansowanie indywidualne polega na użyciu własnych środków, pochodzących głównie z oszczędności w celu nabycia tytułu prawnego do nieruchomości. Z kolei finansowanie grupowe może przyjąć różnorodną postać, m.in. funduszu inwestycyjnego, spółki jawnej, funduszu emerytalnego, towarzystwa ubezpieczeniowego.

Zarówno finansowanie kapitałem własnym, jak i kapitałem obcym ma swoje wady i zalety. Finansowanie kapitałem własnym umożliwia czerpanie korzyści w postaci zysków kapitałowych. Kapitały obce, uzyskiwane głównie z kredytów, emisji obligacji, itp. dają możliwość podniesienia rentowności inwestycji. Rozwinięte rynki kapitałowe kierują się zasadą, że jeśli warto finansować inwestycje w nieruchomości z kredytów, czyli obcych źródeł finansowania, to tak należy robić. Środki własne przeznacza się wtedy na inwestowanie w inne aktywa, w przypadku których trudniej o finansowanie obce. Jest to bardziej opłacalne, gdyż bazuje się na efekcie dźwigni finansowej. Finansowanie obce preferowane jest głównie w przypadku nieruchomości, które będą przynosiły wysokie i stabilne dochody umożliwiające spłatę kapitału z odsetkami. Istotne dla inwestora jest to, żeby koszty obsługi zadłużenia i raty kapitałowe były niższe od dochodów generowanych przez nieruchomość. Wtedy uznaje się inwestycję za opłacalną, czyli mamy do czynienia z dodatnim efektem dźwigni finansowej. W przeciwnym wypadku efekt jest ujemny i pojawia się ryzyko utraty płynności przez inwestora.

Inną zaletą korzystania z obcych źródeł finansowania są korzyści podatkowe, czyli tzw. tarcza podatkowa. Koszt kredytu pomniejsza bowiem podstawę opodatkowania zysku brutto podatkiem dochodowym.

⁶⁸ Więcej w: A. Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, op. cit., s. 68-69.

⁶⁹ E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op.cit., s. 168.

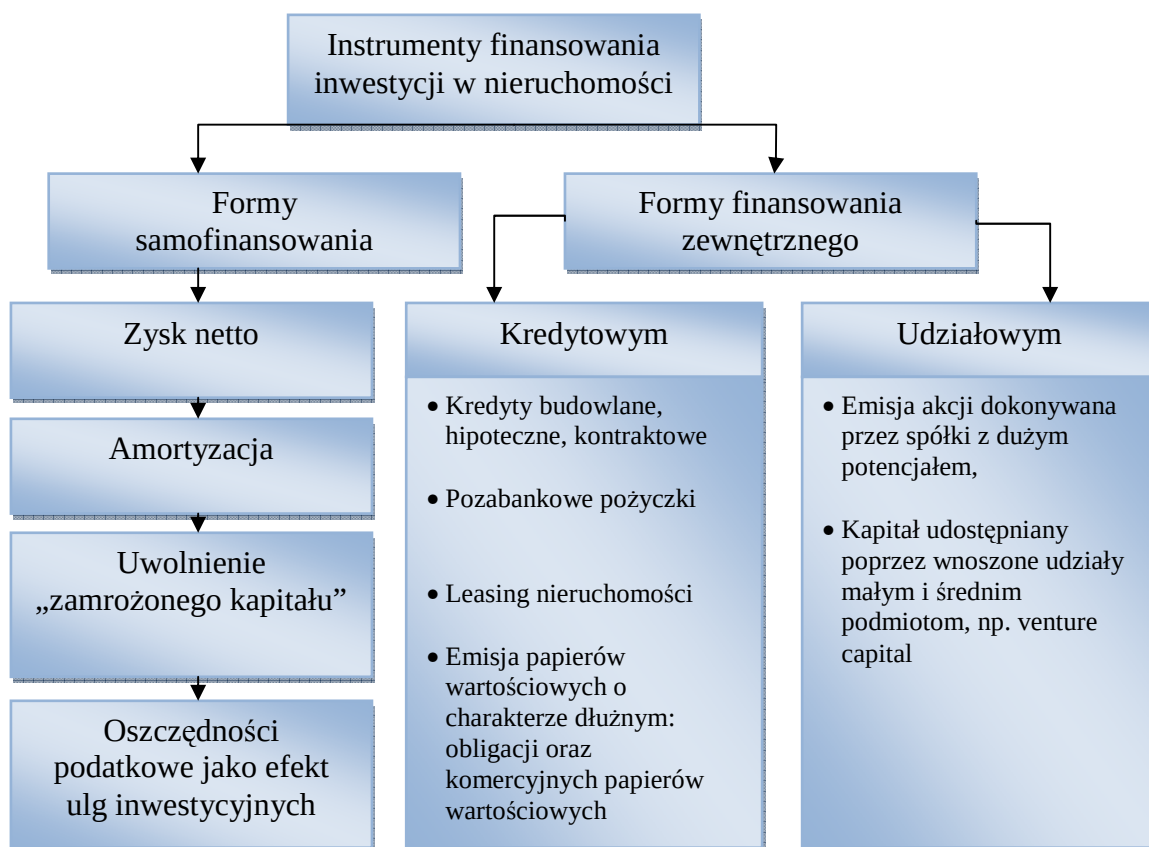
Kredytowanie niestety obarczone jest większym ryzykiem w porównaniu do stosowania kapitałów własnych. Jakikolwiek zakłócenia w otrzymywaniu strumienia dochodów z nieruchomości mogą spowodować niemożność spłaty zadłużenia i w ostateczności niepowodzenie inwestycji.

System finansowania nieruchomości w Polsce kierowany do indywidualnych i instytucjonalnych inwestorów opiera się w największym stopniu na kredytach hipotecznych, budowlanych i kontraktowych. Jednakże mimo powszechności stosowania kredytów w finansowaniu rynku nieruchomości wyróżnić można także inne źródła pozyskiwania finansowania, których jest tym więcej im bardziej jest rozwinięty rynek kapitałowy. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych oprócz wymienionych rodzajów kredytów można wyróżnić jeszcze inne ich rodzaje służące finansowaniu nieruchomości, a wśród nich m.in. kredyty syndykatowe oraz rewolwingowe⁷⁰. Różnorodność dostępnych na rynku kapitałowym metod finansowania inwestycji w nieruchomości świadczy o dojrzałości i poziomie rozwoju tego rynku.

Zgodnie z klasyfikacją H. Henzel w finansowaniu inwestycji na rynku nieruchomości mają znaczenie formy finansowania długoterminowego⁷¹ (rysunek 6). Jako formy finansowania zewnętrznego o charakterze kredytowym w pracy pod red. H. Henzel wyróżnione zostały kredyty budowlane, hipoteczne, kontraktowe, pożyczki pozabankowe, leasing nieruchomości oraz emisja papierów wartościowych o charakterze dłużnym (obligacji oraz komercyjnych papierów wartościowych). Wśród form finansowania zewnętrznego o charakterze udziałowym wymienia się emisję akcji dokonywaną przez spółki o dużym potencjale oraz kapitał udostępniany poprzez wnoszone udziały małym i średnim podmiotom, np. finansowanie w formie venture capital.

⁷⁰ E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, op. cit., s. 13-14.

⁷¹ H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, op. cit., s. 109.



Rysunek 6. Źródła finansowania inwestycji o charakterze komercyjnym na rynku nieruchomości

Źródło: H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004, s. 109

Niezależnie od tego czy inwestycja w nieruchomości finansowana jest kapitałem obcym czy własnym, czy też przy udziale dwóch źródeł, możemy wyróżnić w każdym z tych przypadków szereg technik i metod finansowania nieruchomości. Wyróżnia się około 60 indywidualnych technik finansowania⁷². Techniki dzielone są na podstawie różnych kryteriów, z których najczęściej spotykanym jest kryterium nowoczesności. Wielu autorów wyróżnia techniki tradycyjne oraz współczesne, nazywane alternatywnymi lub asekuracyjnymi⁷³.

Inwestorzy najczęściej stosują mieszankę kapitałów własnych i obcych w dowolnych proporcjach, stosując przy tym kilka różnych technik. Wyróżnić można wiele czynników, od których uzależniony jest wybór techniki finansowania. Wykorzystane przez inwestora źródła

⁷² A. Adair, *Financing of Property Development, Urban Regeneration, Property Investment and Development*, Spon, London 1993, s. 59-60.

⁷³ Ibidem, s. 67-73.

kapitału zależą od profilu jego działalności (czy celem inwestycji jest lokata kapitału czy developing), od jego pozycji na rynku, od rodzaju oprocentowania (stałe czy zmienne), wysokości stopy procentowej, okresu zwrotu kredytu czy wymaganej przez kredytodawcę formy zabezpieczenia⁷⁴. Do tych czynników można jeszcze dodać dostępność technik finansowania na danym rynku oraz towarzyszące tym technikom ulgi podatkowe, możliwe do wykorzystania.

Wśród źródeł finansowania nieruchomości najbardziej tradycyjne źródła to środki własne oraz kredyt bankowy. Można także wyróżnić nowoczesne metody finansowania, do których należą, m.in. bankowość hipoteczna, leasing, factoring, project finance oraz buy-back.

Możliwości wykorzystania właściwych instrumentów, tworzących zwarty system finansowania w danym kraju warunkują sposoby realizacji inwestycji na rynku nieruchomości⁷⁵. Rozwój rynku nieruchomości jest zatem bezpośrednio uzależniony od dostępnych dla inwestorów możliwości finansowania inwestycji w nieruchomości. Na polskim rynku nieruchomości nie zostały jeszcze wprowadzone wszystkie instrumenty dostępne na rynkach zachodnich, co stanowi czynnik opóźniający jego rozwój.

1.6. Rola funduszy nieruchomości w finansowaniu rynku nieruchomości

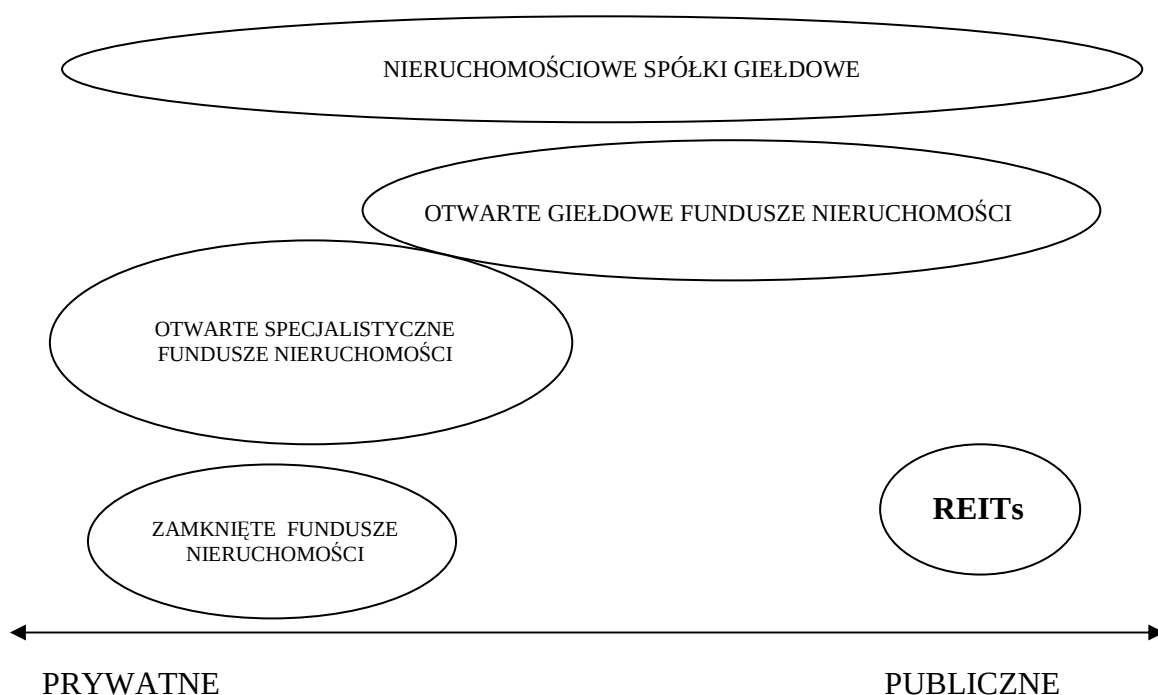
Na rozwiniętych, dojrzałych rynkach nieruchomości fundusze inwestycyjne w znaczący sposób finansują nieruchomości, projekty deweloperskie i inwestycyjne związane z nieruchomościami zarówno mieszkaniowymi, jak i komercyjnymi – handlowymi, biurowymi, logistycznymi. W Polsce ta forma finansowania ma dopiero kilkuletnią i niezbyt bogatą historię. Powstało do tej pory kilka funduszy finansujących inwestycje w nieruchomości. Szczegółowo kwestie działalności funduszy w Polsce zostały przedstawione w rozdziale drugim.

Fundusze nieruchomości, w warunkach ograniczeń finansowych, powinny należeć do szczególnie popieranych przez państwo form przedsięwzięć finansowych na polskim rynku kapitałowym i nieruchomości. Upowszechnienie działalności funduszy nieruchomości może bowiem wytyczyć nowe kierunki rozwoju mechanizmów finansowania rynku nieruchomości. Fundusze nieruchomości wykorzystują okresy dekonunktury na rynku budowlanym i

⁷⁴ E. Kucharska – Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op.cit, s. 170-171.

⁷⁵ H. Henzel (red.), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, op.cit, Katowice 2004, s. 105.

nieruchomości do akumulacji w swoich aktywach tytułów własności do nieruchomości budowlanych. W okresie koniunktury gospodarczej, dzięki wcześniejszym efektywnym decyzjom inwestycyjnym, fundusze osiągają dobre wyniki inwestycyjne, co z reguły wywołuje wśród inwestorów finansowych, szczególnie instytucjonalnych, zainteresowanie inwestycjami kapitałowymi w tytuły udziałowe funduszy. Tani kapitał, pozyskiwany na rynku kapitałowym przez emisję certyfikatów inwestycyjnych lub jednostek uczestnictwa, pozwala funduszom oferować za nieruchomości ceny często wyższe niż konkurencja.



Rysunek 7. Publiczne vs. prywatne formy inwestowania w nieruchomości

Źródło: S. Bone-Winkel, W.Schäfers, K.Werner Schulte (red.): Handbuch. Real Estate Investment Trust”, Immobilien Manager Verlag, Köln 2008, s. 70

Rynek nieruchomości w Polsce ciągle jeszcze znajduje się w fazie rozwoju. Czynnikiem utrudniającym ten rozwój jest przede wszystkim brak kapitału. System finansowania, od którego w dużej mierze zależy rozwój rynku nieruchomości, nie oferuje jeszcze instrumentów mogących przyczynić się do poprawy sytuacji. Szansą dla rozwoju rynku może być pojawienie się dużych zasobów wolnego i prywatnego kapitału. Obecnie inwestorzy nie są skłonni do lokowania swoich oszczędności w operacje krótkoterminowe, mające wysoką rentowność, ale również i wysokie ryzyko. Oczekują bezpieczeństwa i stabilnej stopy zwrotu. Oczekiwania te spełniają fundusze nieruchomości, które byłyby

dostępne dla szerokiej warstwy społeczeństwa, a jednocześnie stworzyły nowe możliwości rozwoju rynku nieruchomości.

Polski rynek nieruchomości w ciągu ostatnich kilku lat faktycznie wzbogacił się o nową formę inwestowania, jaką są właśnie fundusze nieruchomości. Mimo jednak, że rynek funduszy inwestycyjnych rozwija się bardzo dynamicznie to jednak nie można tego samego powiedzieć o funduszach nieruchomości⁷⁶. W Polsce fundusze nieruchomości za cel swoich inwestycji przyjęły sobie pośrednie lub bezpośrednie inwestycje na rynku nieruchomości. Zgodnie z możliwą do zastosowania formą prawną funduszy, sektor ten dzieli się na dwie części. Pierwszą grupę stanowią otwarte fundusze inwestycyjne, które jedynie mogą inwestować pośrednio na rynku nieruchomości. Oznacza to, że transfer kapitału odbywa się od drobnych inwestorów, przez fundusz do firm działających w ramach rynku nieruchomości, których akcje lub udziały zakupują fundusze. Drugą grupą są fundusze zamknięte inwestujące bezpośrednio w nieruchomości. Oferta każdej z tych grup skierowana jest do innego rodzaju inwestora, co zostanie potwierdzone wynikami badań ankietowych zaprezentowanych w rozdziale piątym niniejszej rozprawy.

Zasadne wydaje się wykorzystywanie zamkniętej struktury funduszu do inwestowania w tak specyficzne aktywa, jakimi są nieruchomości, przede wszystkim przez stałość zarządzania aktywów, która pozwala na budowę określonego portfela nieruchomości. Ponadto fundusze zamknięte, bezpośrednio inwestujące w nieruchomości, charakteryzują się mniejszym poziomem korelacji z rynkiem papierów wartościowych, aniżeli fundusze otwarte, co jest niewątpliwie dużym atutem dla inwestora. Z drugiej strony, otwarte fundusze mogą przyciągnąć zdecydowanie większą grupę inwestorów i ostatecznie pozyskiwać większe zasoby kapitału. Jednak ich korelacja z rynkiem akcji jest również bez porównania wyższa. Kompromisowym rozwiązaniem pomiędzy funduszem zamkniętym a otwartym są specjalne konstrukcje podatkowe jakie stanowią REITs. Poprzez obecność na giełdzie, łączą one w sobie cechy dużej płynności charakterystycznej dla konstrukcji otwartej, z możliwościami inwestycyjnymi funduszy zamkniętych skierowanych na bezpośrednie inwestowanie w ramach rynku nieruchomości.

Istotą funduszy inwestycyjnych nieruchomości jest gromadzenie środków pieniężnych od indywidualnych inwestorów i lokowanie ich głównie w nieruchomości komercyjne, przy uwzględnieniu długiego horyzontu czasowego inwestycji i ograniczeniu związanego z tym ryzyka. Fundusze umożliwiają zatem indywidualnym inwestorom pośrednie inwestowanie i

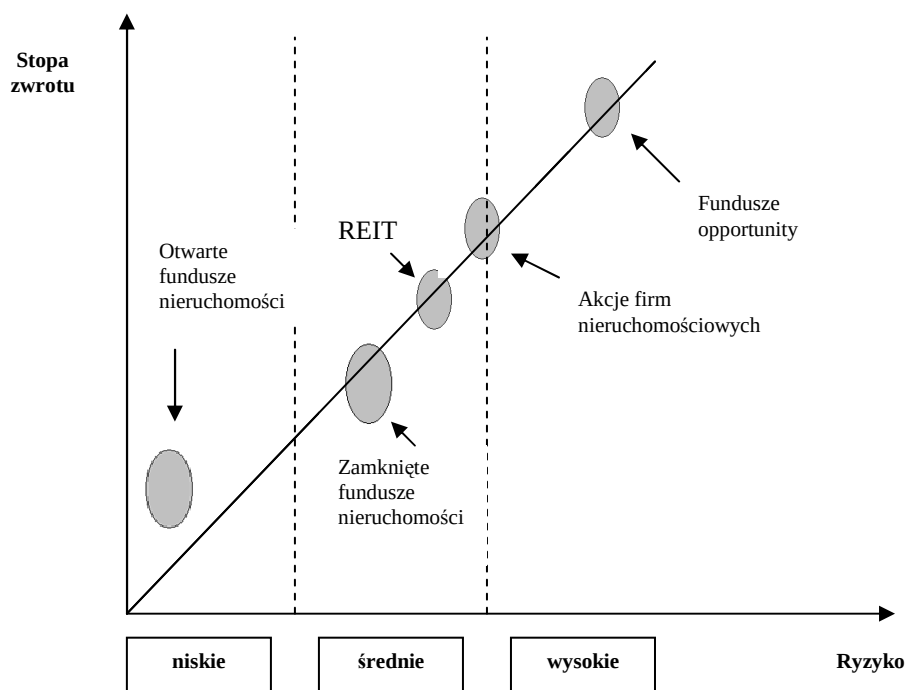
⁷⁶ Szczegółowa ocena działalności funduszy nieruchomości w Polsce została przedstawiona w drugim rozdziale rozprawy.

czierpanie korzyści z rynku nieruchomości, wpływając jednocześnie, poprzez pośrednictwo w przepływach kapitału, na jego rozwój.

Fundusze nieruchomości łączą w sobie cechy instrumentu rynku kapitałowego z cechami instrumentu rynku nieruchomości i oferują one inwestorom szereg korzyści:

- zróżnicowanie portfela i tym samym zmniejszenie ryzyka,
- zabezpieczenie oszczędności przed inflacją,
- ulgi podatkowe,
- relatywnie wysoką stopę zwrotu,
- wysoką płynność.

Poddając analizie dwa najważniejsze czynniki brane pod uwagę przez inwestorów przy dokonywaniu decyzji inwestycyjnych, a mianowicie stopę zwrotu oraz ryzyko inwestycyjne. Rysunek 8 przedstawia relacje pomiędzy tymi dwoma wskaźnikami dla różnych rodzajów aktywów nieruchomościowych. Pod względem ryzyka inwestycyjnego otwarte fundusze nieruchomości są najbezpieczniejszym instrumentem, osiągającym jednak przy tym niższe stopy zwrotu. REITs, ze względu na to, że ich akcje notowane są na giełdzie i podlegają większym wpływom rynków finansowych, charakteryzują się wyższym ryzykiem inwestycyjnym.



Rysunek 8. Relacja ryzyko - stopa zwrotu w zależności od rodzaju aktywów

Źródło: SEB Asset Management

Komisja Europejska od kilku lat prowadzi prace mające na celu zharmonizowanie przepisów prawnych dotyczących firm, które czerpią zyski z nieruchomości, wzorując się głównie na regulacjach obowiązujących w USA oraz Australii. Inwestowaniu w nieruchomości nie sprzyja m.in. system podatkowy. Dochód uzyskiwany przez spółki inwestujące w nieruchomości podlega opodatkowaniu zarówno na poziomie spółki jak i udziałowca, w odróżnieniu od osób fizycznych. Rozwiązaniem mającym na celu wyeliminowanie tego podwójnego opodatkowania mogą okazać się inwestycje właśnie poprzez fundusze inwestycyjne.

Działalność funduszy inwestycyjnych w Europie nie jest w pełni zharmonizowana, jednak bazę prawną działalności firm inwestycyjnych stanowi Dyrektywa Rady 85/611/EWG o koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (UCITS), która wyróżnia się 2 rodzaje funduszy: fundusze otwarte i fundusze zamknięte⁷⁷.

Ogólnie polityka inwestycyjna funduszy otwartych polega na stałym dokupywaniu i sprzedawaniu obiektów w celu maksymalizacji zysku. Zwiększanie majątku w funduszach otwartych jest nieograniczone, stale emitowane są nowe udziały, co powoduje, że ich zarządy działają bardziej aktywnie. W przypadku funduszy zamkniętych portfel nieruchomości ogranicza się najczęściej do jednego lub tylko do kilku obiektów. Odpowiednio do tego ograniczona jest też liczba udziałów funduszu, nie są zatem przewidziane bieżące zmiany wielkości aktywów. Inna popularna od kilkadziesiąt lat na świecie formą funduszy nieruchomości są REITs⁷⁸, zbliżone są swoją konstrukcją do zamkniętych funduszy nieruchomości.

Tabela 4. Formy lokat kapitałowych funduszy inwestycyjnych na rynku nieruchomości

Forma funduszu inwestycyjnego	Formy lokat na rynku nieruchomości
FIZ (Fundusz Inwestycyjny Zamknięty)	Inwestycje bezpośrednie w nieruchomości
	Inwestycje pośrednie na rynku nieruchomości
FIO (Fundusz Inwestycyjny Otwarty)	Inwestycje pośrednie na rynku nieruchomości

Źródło: H.Henzel (red.): Strategie inwestowania na rynku nieruchomości, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2009, s. 7

⁷⁷ Dyrektywa Rady 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 roku, Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS.

⁷⁸ Więcej w: R.Mayo: „Wstęp do inwestowania”, K.E.Liber, Warszawa 1997 r.

Typowe fundusze inwestycyjne nieruchomości REIT jako pierwsze powstały w USA na początku lat 60-tych. Amerykańskie REIT są spółkami akcyjnymi prawa amerykańskiego, których udziały są wyceniane przez rynek, a sprzedaje się je i kupuje podobnie jak akcje innych firm na New York Stock Exchange (np. akcje HRE Properties) i American Stock Exchange (np. Washington REIT), jak również w obrocie pozagiełdowym (np. Price REIT). Na atrakcyjność funduszy REIT w USA wpływa m.in. fakt, że, przy spełnieniu określonych warunków, fundusze korzystają z pewnych przywilejów podatkowych⁷⁹. Konstrukcja funduszy REITs w USA i w Europie została przedstawiona dokładnie w rozdziałach trzecim i czwartym.

Fundusze nieruchomości należą do grupy inwestorów instytucjonalnych. Lokują one pozyskane najczęściej od drobnych inwestorów środki w określone przedsięwzięcia inwestycyjne, zgodne z przyjętą polityką inwestycyjną i ograniczeniami wynikającymi z przepisów prawa. W kontekście rynku nieruchomości fundusze inwestycyjne mogą stanowić formę łącznika pomiędzy źródłem dysponującym kapitałem a celem, do realizacji którego ten kapitał jest niezbędny. Biorąc pod uwagę warunek konieczny rozwoju rynku nieruchomości, jakim jest dostęp do wolnych zasobów dużego kapitału, fundusze nieruchomości mogą stanowić formę pośrednika pomiędzy rynkiem nieruchomości a tymi właśnie zasobami kapitału. Zatem kapitał pozyskiwany przez fundusze inwestycyjne ze sprzedaży certyfikatów lub jednostek uczestnictwa stanowi istotny czynnik warunkujący rozwój rynku nieruchomości.

Oferta funduszy nieruchomości skierowana jest do możliwie szerokiej grupy inwestorów, w tym także inwestorów indywidualnych. Na rysunku 9 przedstawiony został przekrój inwestorów inwestujących w akcje funduszy typu REITs. Wynika z niego, że fundusze REITs stanowią przedmiot zainteresowania szerokiej grupy inwestorów, m.in. inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, funduszy emerytalnych, funduszy hedgingowych⁸⁰.

⁷⁹ W. Planeta, *Na tylnym siedzeniu*, Home&Market nr 7 2000.

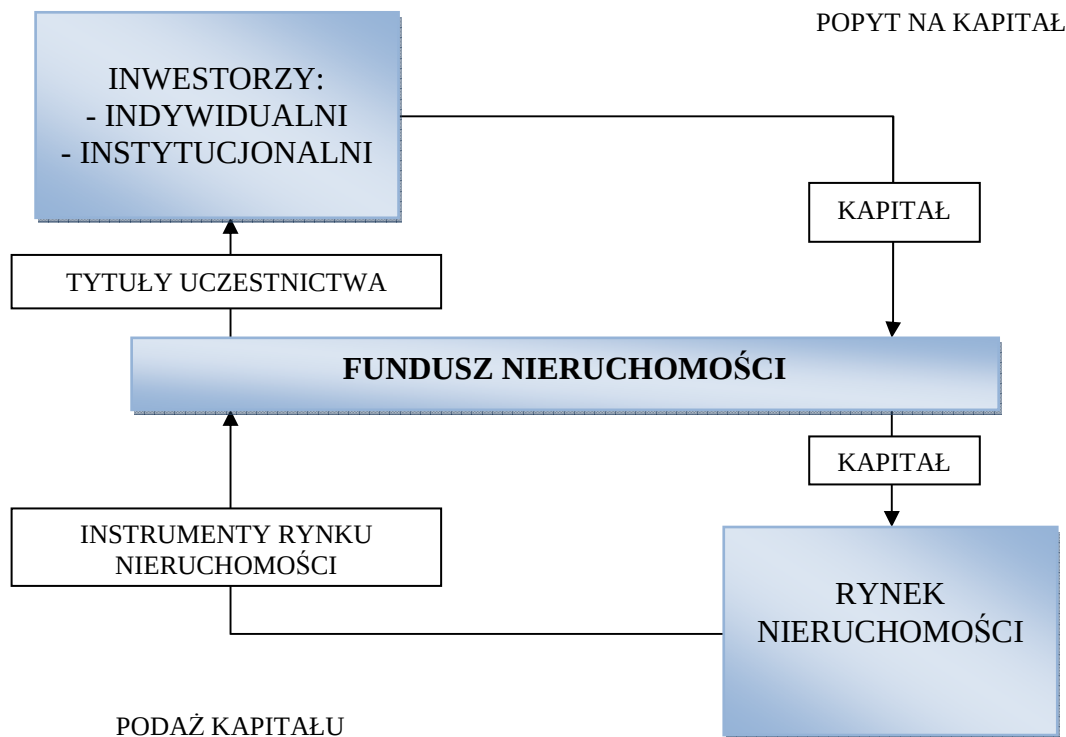
⁸⁰ Więcej w: Red. J.Schäfer, *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, Wydawnictwo C.H.Beck, Monachium 2007, s. 221.



Rysunek 9. Inwestorzy inwestujący w akcje REITs

Źródło: Red. J.Schäfer, *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, Wydawnictwo C.H.Beck, Monachium 2007, s. 221

Fundusz nieruchomości pozyskując kapitał od inwestorów, poprzez emisję tytułów uczestnictwa (certyfikatów inwestycyjnych lub jednostek uczestnictwa) przekazuje go dalej, inwestując na rynku nieruchomości. Dzięki kapitałom zgromadzonym przez fundusze inwestycyjne, inwestujące na rynku nieruchomości, zwiększają się możliwości jego finansowania, będące jednocześnie głównym czynnikiem warunkującym rozwój. Schemat przepływu kapitału pomiędzy funduszem, inwestorami a rynkiem nieruchomości przedstawia rysunek 10.



Rysunek 10. Schemat przepływu kapitału między funduszem nieruchomości a rynkiem

Źródło: Opracowanie własne

Fundusze nieruchomości, stanowiące pośrednią formę inwestowania na rynku nieruchomości, uznawane są za mniej ryzykowne aniżeli inwestowanie bezpośrednie. Wynika to przede wszystkim z licznych regulacji prawnych dotyczących kształtowania strategii inwestycyjnych funduszy, w szczególności funduszy otwartych. Ponadto fundusze inwestycyjne oferują produkt zdywersyfikowany, a zatem obciążony mniejszym ryzykiem inwestycyjnym.

Z inwestowaniem w fundusze nieruchomości wiąże się także szereg rodzajów ryzyka inwestycyjnego, charakterystycznego właśnie dla funduszy nieruchomości. Ryzyko związane z działalnością funduszy inwestycyjnych na rynku nieruchomości można podzielić bazując na kilku podstawowych kryteriach. Jednym z kryteriów jest kryterium rodzajowe, pozwalające wyróżnić następujące rodzaje ryzyka:

- związane bezpośrednio z nieruchomością,
- działalności funduszu,
- związane ze specyfiką certyfikatu inwestycyjnego,
- płynące z otoczenia funduszu ⁸¹.

⁸¹ H.Henzel (red.), *Strategie inwestowania na rynku nieruchomości*, op. cit., s. 118-122.

Tabela 5. Rodzaje ryzyka związanego z działalnością funduszu inwestycyjnego

RODZAJE RYZYKA	
Ryzyko związane bezpośrednio z nieruchomością	• ryzyko prawne, • ryzyko błędów w ocenie stanu technicznego, • ryzyko zmiany stawek czynszu, • ryzyko zarządzania nieruchomością, • ryzyko płynności
Ryzyko związane z działalnością funduszu	• ryzyko strategii inwestycyjnej, • ryzyko kadry i kluczowych pracowników, • ryzyko braku wpływu uczestników na zarządzanie funduszem, • ryzyko lokowania aktywów zagranicą, • ryzyko likwidacji funduszu, • ryzyko inwestycji w instrumenty pochodne, • ryzyko inwestycji w spółki celowe, • ryzyko pożyczek i gwarancji, • ryzyko niewypłacalności emitenta
Ryzyko związane ze specyfiką certyfikatu inwestycyjnego	• ryzyko wyceny wartości aktywów netto, • ryzyko niedojścia emisji do skutku, • ryzyko płynności certyfikatów, • ryzyko niedopuszczenia do obrotu,
Ryzyko otoczenia funduszu	• ryzyko zmiany stóp procentowych, • ryzyko walutowe, • ryzyko zmiany przepisów podatkowych, • ryzyko zmiany przepisów prawnych

Zródło: Opracowanie własne na podstawie H.Henzel (red.): Strategie inwestowania na rynku nieruchomości, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2009, s. 118-122.

Dywersyfikacja ryzyka opiera się w znacznej mierze na zróżnicowaniu portfela nieruchomości, jakim dysponują fundusze. Zróżnicowanie to dotyczy zarówno zróżnicowania w sensie geograficznym, rodzajowym czy też strukturalnym. Inwestując bezpośrednio w nieruchomości oraz emitując certyfikaty inwestycyjne lub jednostki uczestnictwa, fundusze nieruchomości łączą w sobie cechy rynku kapitałowego oraz rynku nieruchomości.

Rozwinięte rynki kapitałowe, a w tym także rynki nieruchomości, oferują indywidualnym inwestorom różnorodne sposoby inwestowania środków pieniężnych w nieruchomości metodą bezpośrednią (nabywanie nieruchomości o przeznaczeniu gospodarczym lub nieruchomości mieszkaniowych) lub pośrednią (nabywanie akcji lub udziałów spółek, działających na rynku nieruchomości, zakup jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze nieruchomości). Inwestycje bezpośrednie posiadają szereg niedogodności, których można uniknąć dzięki inwestycjom pośrednim. Wiele możliwości w tym względzie oferują inwestorom prywatnym fundusze nieruchomości. Istotą funduszy inwestycyjnych nieruchomości jest gromadzenie środków finansowych od indywidualnych lub instytucjonalnych inwestorów i lokowanie ich głównie w nieruchomości komercyjne, przy uwzględnieniu długiego horyzontu czasowego i ograniczeniu związanego z tym ryzyka. Fundusze nieruchomości łączą w sobie zalety inwestowania na rynku nieruchomości z zaletami lokowania środków w papiery wartościowe, oferując inwestorom doskonały instrument rynku kapitałowego, zapewniający szereg korzyści, tj. relatywnie wysoką stopę zwrotu, bezpieczeństwo lokaty oraz wysoką płynność, niwelując równocześnie wady samej nieruchomości jako przedmiotu inwestowania.

Polski rynek nieruchomości, jako rynek znajdujący się ciągle w fazie dojrzewania, charakteryzuje się brakiem kapitału, umożliwiającego jego dalszy rozwój. Przyspieszenie rozwoju może zostać spowodowane przez pojawienie się na polskim rynku finansowym dużej ilości wolnego i prywatnego kapitału, którego właściciele nie będą chcieli inwestować w operacje krótkoterminowe, mające wyższą rentowność niż inwestycje w nieruchomości, ale również i wyższe ryzyko. Szansą na to są fundusze inwestycyjne nieruchomości, umożliwiające z jednej strony inwestowanie dużej grupie społeczeństwa, oczekującej bezpieczeństwa inwestycji i stabilnej stopy zwrotu, z drugiej strony będące źródłem odpowiednio wysokich zasobów kapitału. Niestety istniejące w Polsce fundusze nieruchomości, ze względu na swoją formę prawną i duże ograniczenia inwestycyjne, dostępne są raczej dla bardzo ograniczonej grupy inwestorów. Również oferta kilku funduszy działających na naszym rodzimym rynku jest znacznie ograniczona i mało konkurencyjna w stosunku do innych możliwych sposobów alokacji kapitału. Szczegółowa analiza polskiego rynku funduszy nieruchomości została przedstawiona w drugim rozdziale.

Trzeba podkreślić, że w polskiej literaturze stan wiedzy na temat problematyki funduszy nieruchomości, a w szczególności funduszy typu REITs, i ich znaczenia w rozwoju

rynku nieruchomości jest niewielki. Marginalizowana jest także potrzeba zmian ustrojowych koniecznych do unowocześnienia systemu finansowania rynku nieruchomości w Polsce, dostosowując go jednocześnie do schematów sprawdzonych już na rynkach wysoko rozwiniętych. Tematyka funduszy nieruchomości poruszana jest zazwyczaj w minimalnym stopniu, jako przykład jednej z metod finansowania istniejących na świecie. Warto zatem w tym kontekście zastanowić się nad próbą określenia znaczenia tej części rynku kapitałowego, w rozwoju rynku nieruchomości w aspekcie globalnym. Ponadto analiza doświadczeń innych krajów, może być pomocna przy konstruowaniu modelu funduszu, który spotkałby się z zainteresowaniem różnych grup inwestorów, gromadząc jednocześnie znaczące zasoby wolnego kapitału.

Reasumując należy stwierdzić, że w polskiej literaturze istnieje widoczna luka w pracach i badaniach poświęconych działalności funduszy typu REITs na rynkach światowych, możliwościom ich wprowadzenia na gruncie polskim oraz skutkom ich działalności w Polsce.

ROZDZIAŁ 2

WARUNKI DZIAŁALNOŚCI FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

2.1. Pojęcie oraz ramy prawno – organizacyjne funduszu inwestycyjnego.

Fundusze inwestycyjne są jedną z najpopularniejszych form lokowania oszczędności, a dzięki swojej pozycji pośrednika finansowego pomiędzy inwestorami a dostępnymi na rynku produktami inwestycyjnymi, stanowią jednocześnie źródło kapitału. Fundusz inwestycyjny często określany jest jako instytucja wspólnego inwestowania, polegająca na gromadzeniu kapitału głównie od najdrobniejszych inwestorów indywidualnych i lokowania go na zasadach dywersyfikacji ryzyka w różnorodne instrumenty głównie rynku finansowego. Potrzeba utworzenia i rozwoju instytucji wspólnego inwestowania powstała z istniejącej dysproporcji między niewykorzystanymi kapitałami, a możliwościami ich ulokowania na rynku finansowym⁸². Dzięki temu, że większość funduszy przyjmuje nawet bardzo niewielkie kwoty, są one dostępne dla szerokiego grona inwestorów, którzy najczęściej nie zdecydowaliby się na samodzielny zakup papierów wartościowych czy innych, bardziej złożonych instrumentów finansowych⁸³.

Fundusz inwestycyjny jest formą pośredniego uczestniczenia wielu podmiotów w operacjach na rynku finansowym. Dzięki pośrednictwu funduszy, inwestorzy mogą osiągać dwa podstawowe cele inwestycyjne. Po pierwsze, mogą czerpać dochody z lokat, które nie byłyby dostępne dla każdego z nich indywidualnie, głównie ze względu na brak odpowiednio dużego kapitału. Po drugie, dokonując operacji finansowych na znaczną skalę, fundusz może znacznie ograniczać koszty dokonywanych transakcji⁸⁴.

Podstawowym aktem prawnym regulującym zasady tworzenia oraz funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce jest ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.), zasadniczo znowelizowana przepisami, które weszły w życie w dniu 13 stycznia 2009 r. Dodatkowo

⁸² K. Sas – Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce, Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG PRESS, Warszawa 1998, s. 2.

⁸³ T. Kondrakiewicz, *Zmiany strukturalne na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Red. S.Buczek, A.Fierla, *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008, s. 103.

⁸⁴ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Kraków 2006, s. 15.

regulacje dotyczące rynku polskiego, jako elementu rynku Unii Europejskiej, muszą odpowiadać wymogom unijnym. W zakresie funduszy inwestycyjnych mowa jest tutaj o dyrektywie z dnia 20 grudnia 1985 roku w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), (85/611/EWG).

Zgodnie z Art. 3 Ustawy fundusz inwestycyjny (FI) jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania

nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

W literaturze przedmiotu najczęściej wyróżniane są trzy podstawowe cele inwestycyjne, na których opiera się działalność funduszy:

- zapewnienie bezpieczeństwa – utrzymanie siły nabywczej zainwestowanego kapitału;
- osiągnięcie wzrostu – zwiększenie wartości zainwestowanego kapitału,
- przynoszenie dochodu – uzyskiwanie stałego dochodu, okresowo wypłacanego przez fundusz⁸⁵.

Cele te wynikają przede wszystkim z wymogów ustawowych. Art. 19 ustawy⁸⁶ mówi, że fundusz inwestycyjny prowadzi swoją działalność dążąc do osiągania określonych celów, w szczególności ochrony realnej wartości aktywów funduszu, osiągania przychodów z aktywów funduszu oraz wzrostu wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat.

Inwestując swój kapitał należy określić, który z tych celów jest najważniejszy do spełnienia. Nigdy bowiem nie jest tak aby wszystkie trzy cele były spełnione w takim samym zakresie. Podobny wybór dotyczy zarządzających portfelem funduszu, którzy tak muszą sformułować politykę inwestycyjną⁸⁷ aby spełnić założone cele. To właśnie polityka inwestycyjna funduszu w szczegółowy sposób wyznacza ramy jego działania i wskazuje:

- typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu,

⁸⁵ K. Gabryelczyk, Fundusze inwestycyjne, op. cit., s. 17.

⁸⁶ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).

⁸⁷ Polityka inwestycyjna funduszu to określone w statucie sposoby osiągania celu inwestycyjnego. Polityka inwestycyjna określa kategorię lokat funduszu oraz wyjaśnia, jakimi kryteriami będą się kierować zarządzający aktywami funduszu przy wyborze tychże lokat, tak aby fundusz osiągnął zamierzony cel inwestycyjny.

- kryteria doboru lokat,
- zasady dywersyfikacji lokat,
- dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz⁸⁸.

Funduszem inwestycyjnym w Polsce zarządza towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI), które również reprezentuje fundusz w stosunkach z osobami trzecimi i pełni rolę wyspecjalizowanego menedżera. Towarzystwo jest organem funduszu inwestycyjnego, a fundusz nie jest podmiotem od niego zależnym. TFI może mieć wyłącznie formę prawną spółki akcyjnej i może zarządzać wieloma funduszami jednocześnie.

Obok TFI, w przypadkach i na warunkach określonych w ustawie, organami funduszu inwestycyjnego może być rada inwestorów⁸⁹ lub zgromadzenie inwestorów⁹⁰.

Do szczegółowych zadań TFI w zakresie zarządzania funduszem inwestycyjnym należy:

- pośrednictwo w zbywaniu i dokupowaniu jednostek uczestnictwa funduszy,
- zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych⁹¹.

Towarzystwo, które zarządza funduszem inwestycyjnym, lokującym aktywa w nieruchomości, może również zlecać czynności związane z zarządzaniem nieruchomościami wyspecjalizowanym podmiotom, jak również zlecać inne czynności związane z gospodarowaniem nieruchomościami, w szczególności realizację procesów inwestycyjnych, wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym w tym zakresie doświadczenie (art.46, pkt. 2).

Przechowywaniem i ewidencjonowaniem aktywów funduszu zajmuje się depozytariusz. Zgodnie z ustawą może nim być wyłącznie:

- bank krajowy, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 mln. zł,

⁸⁸ Źródło: B. Jawdosiuk, K. Rożko, *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 47.

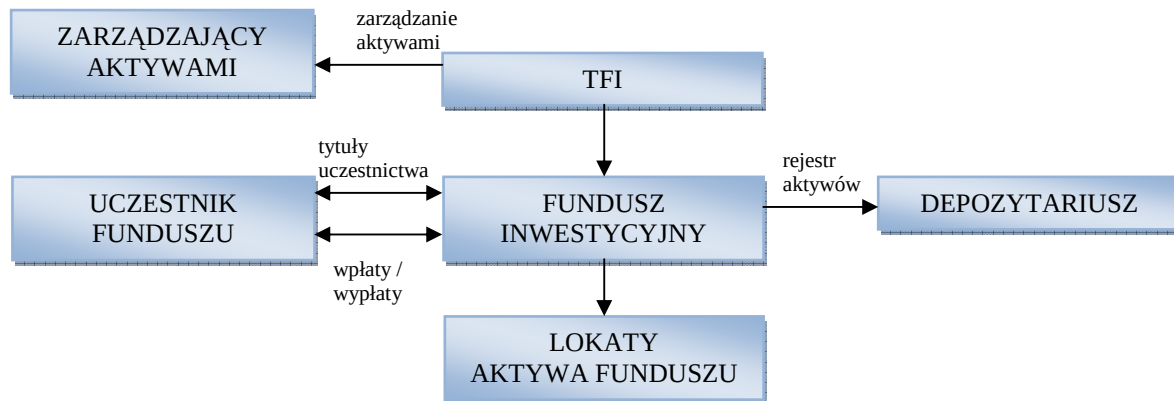
⁸⁹ Statut specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego może, ale nie musi, przewidywać utworzenie rady inwestorów jako organu kontrolnego. Do głównych zadań rady inwestorów należy kontrolowanie realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz stosowanie ograniczeń inwestycyjnych. W funduszu inwestycyjnym zamkniętym zawsze działa rada inwestorów, jako organ kontrolny, lub opcjonalnie zgromadzenie inwestorów. Zadania są analogiczne jak w przypadku funduszu otwartego. Więcej czytaj: Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (Dz. U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546, z późn. zm.), art. 114, 140.

⁹⁰ Zgromadzenie inwestorów zwołuje towarzystwo zarządzające funduszem zamkniętym. Zgromadzenie inwestorów może podjąć uchwałę o rozwiązaniu funduszu inwestycyjnego. Zgromadzenie inwestorów wyraża także zgodę na: zmianę depozytariusza, emisję nowych certyfikatów inwestycyjnych, zmiany statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych, emisję obligacji. Więcej czytaj: Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (Dz. U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546, z późn. zm.), art. 143-144.

⁹¹ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.), art. 72.

- oddział instytucji kredytowej, posiadający siedzibę na terenie Polski, jeżeli fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 mln zł,
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.

Depozytariusz jest instytucją niezależną od TFI, która prowadzi rachunek, przeznaczony dla wpłat dokonywanych przez inwestorów do funduszu inwestycyjnego.



Rysunek 11. Schemat organizacji funduszy inwestycyjnych

Źródło: B. Jawdosiuł, K. Rożko, *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 8

Oprócz prowadzenia rejestru aktywów funduszu do podstawowych obowiązków depozytariusza należy:

- zapewnienie aby obrót jednostkami uczestnictwa lub certyfikatami inwestycyjnymi odbywał się zgodnie z przepisami prawa i statutem funduszu,
- dopilnowanie, aby rozliczanie umów dotyczących aktywów funduszu inwestycyjnego odbywało się terminowo, oraz kontrolowanie terminowości rozliczania umów z uczestnikami funduszu,
- zapewnienie aby wartość netto aktywów funduszu inwestycyjnego i wartość jednostki uczestnictwa była obliczana zgodnie z przepisami prawa i statutem,
- zapewnienie, aby dochody funduszu były wykorzystywane zgodnie z prawem i statutem,

- wykonywanie poleceń funduszu inwestycyjnego, chyba że są sprzeczne z prawem lub statutem⁹².

Wszelkie obowiązki depozytariusza reguluje zawarta z nim umowa o prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego.

Kolejnym podmiotem zaangażowanym w działalność funduszu inwestycyjnego jest agent transferowy. Jest to instytucja, która prowadzi rejestry uczestników dla funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Do podstawowych obowiązków agenta transferowego należy dokonywanie bieżącego uaktualniania salda rejestru, przyjmowanie i realizacja dyspozycji uczestników (zmiany danych, przyjmowanie pełnomocnictw), organizacja i przeprowadzanie obiegu dokumentów i środków pieniężnych. Ponadto do obowiązków agenta transferowego należy utrzymywanie kontaktu z uczestnikami, przekazywanie im potwierdzeń realizacji zleconych dyspozycji i zlecanie przekazywania środków pieniężnych z umorzeń jednostek uczestnictwa.⁹³

Uczestnikiem funduszu inwestycyjnego może być właściwie każdy, kto dysponuje wolnymi zasobami kapitału, czyli zarówno osoba fizyczna, jak i przedsiębiorstwo. Zgodnie z obowiązującą ustawą o funduszach inwestycyjnych uczestnikami funduszu inwestycyjnego mogą być wszystkie osoby fizyczne, prawne i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, które:

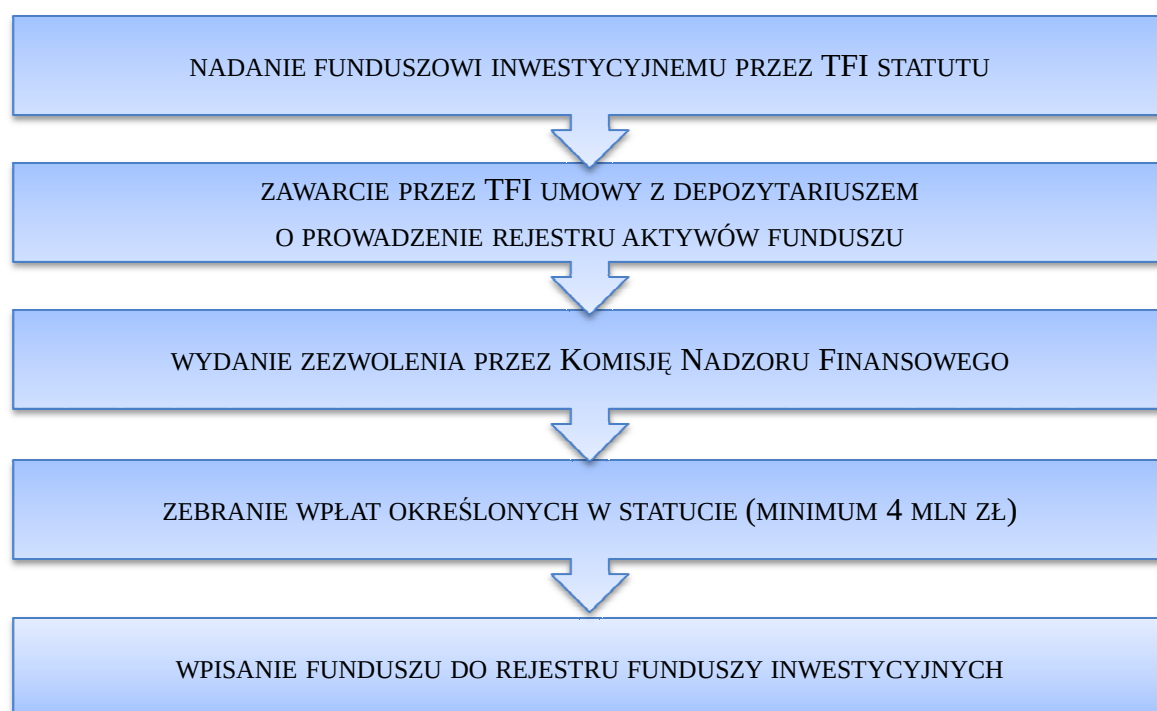
- są posiadaczami jednostek uczestnictwa funduszu lub ich ułamkowych części i są wpisani do rejestru uczestników funduszu,
- są posiadaczami rachunku papierów wartościowych, na którym są zapisane publiczne certyfikaty inwestycyjne,
- w przypadku niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych
 - o są uprawnione z certyfikatów inwestycyjnych w formie dokumentu,
 - o są wskazane w ewidencji uczestników funduszu jako posiadacze certyfikatów inwestycyjnych, które nie mają formy dokumentu.

Odzwierciedleniem praw majątkowych uczestników funduszu są jednostki uczestnictwa (fundusz inwestycyjny otwarty) lub certyfikaty inwestycyjne (fundusz inwestycyjny zamknięty). Na tej podstawie uczestnicy partycypują w zyskach lub też stratach funduszu, odpowiednio do wysokości wkładu, który wnieśli.

⁹² Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.), art. 72.

⁹³ B. Jawdosiuk, K. Rożko, *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, op. cit., s. 8.

Proces tworzenia funduszu inwestycyjnego przedstawiony został na rysunku 12. Fundusz jest tworzony przez TFI, które wcześniej uzyskało zgodę na otwarcie przez Komisję Nadzoru Finansowego. Pierwszym krokiem TFI jest sporządzenie w formie aktu notarialnego statutu funduszu, który określa między innymi cel inwestycyjny i założenia polityki inwestycyjnej. Następnie TFI musi zawrzeć umowę z depozytariuszem na prowadzenie rejestru aktywów funduszu. Komisja Nadzoru Finansowego, na podstawie złożonych dokumentów, wydaje zezwolenie na utworzenie funduszu. Jednocześnie zatwierdza statut oraz wybór depozytariusza. Wszelkie późniejsze zmiany w statucie wymagają także uzyskania zezwolenia Komisji. Kolejnym etapem jest zbieranie przez TFI wpłat od uczestników funduszu przeznaczonych na zakup jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.



Rysunek 12. Schemat utworzenia funduszu inwestycyjnego

Źródło: Opracowanie własne, na podstawie Ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r.

W proces dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych mogą być zaangażowane różne podmioty. Fundusze zbywają jednostki uczestnictwa:

- bezpośrednio - uczestnicy, którzy założyli rejestr, korzystając z usług podmiotu pośredniczącego w dystrybucji jednostek uczestnictwa mogą dokupować kolejne

jednostki uczestnictwa przelewając środki bezpośrednio na rachunek funduszu prowadzony przez depozytariusza,

- pośrednio przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającym danym funduszem, podmiot prowadzący działalność maklerską, uprawniony do wykonywania działalności w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, bank krajowy lub krajowy oddział instytucji kredytowej, który notyfikował w Polsce działalność w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych i wreszcie podmiot, który uzyskał zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na pośredniczenie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa.⁹⁴

Do dnia wpisania funduszu do rejestru Komisja ciągle może cofnąć wydane zezwolenie, jeżeli na którymkolwiek etapie zostały naruszone postanowienia ustawy, statutu lub wydanego zezwolenia. Proces tworzenia funduszu kończy się z chwilą wpisania do rejestru funduszy inwestycyjnych.

Inwestowanie w fundusze z punktu widzenia inwestora wiąże się zarówno z zaletami jak i wadami tej formy lokowania kapitału. Niewątpliwie wśród zalet najistotniejszą cechą jest dywersyfikacja portfela inwestycyjnego, której stopień jest często nieosiągalny w przypadku pojedynczego inwestora. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego funduszu daje inwestorom z jednej strony gwarancję niższego poziomu ryzyka inwestycyjnego, z drugiej strony umożliwia udział w dochodach osiąganych z aktywów, np. nieruchomości, wydawałoby się zarezerwowanych tylko dla dużych inwestorów instytucjonalnych. Fundusze inwestycyjne jako instrument wspólnego inwestowania gromadzą na tyle duże zasoby kapitału, aby móc w swobodny sposób budować portfel inwestycyjny, bazujący na możliwie szerokiej gamie dostępnych na rynku instrumentów finansowych. Niestety zbyt duża dywersyfikacja ma też swoje wady. Może bowiem prowadzić do zmniejszenia potencjalnej wartości zysku z inwestycji. Ponadto im więcej rodzajów aktywów w portfelu inwestycyjnym, tym większe zapotrzebowanie na różnorodne analizy, specjalistów z różnych dziedzin i tym samym wyższe koszty zarządzania.

Ze względu na wielkość zgromadzonego kapitału, fundusz ma możliwość udziału w operacjach kapitałowych dostępnych jedynie dla znaczących inwestorów lub dla inwestorów instytucjonalnych. Może zatem brać udział w operacjach rynku pieniężnego, uczestniczyć w

⁹⁴ B. Jawdosiuk, K. Rożko, *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, op. cit., s. 13-14.

przetargach na bony skarbowe i obligacje, dokonywać transakcji pakietowych czy nabywać duże pakiety akcji na rynku pierwotnym.

Tabela 6. Zalety i wady funduszy inwestycyjnych

Zalety	Wady
• dywersyfikacja portfela, • profesjonalne zarządzanie, • relatywnie niskie koszty, • duża płynność inwestycji, • elastyczność wyboru strategii inwestycyjnej, • bezpieczeństwo inwestycji, • nieograniczony pośredni dostęp do instrumentów rynku finansowego • przewaga konkurencyjna nad innymi formami inwestowania, • dodatkowe usługi dla uczestników funduszy	• ryzyko poniesienia straty, • rozwodnienie zysku, • brak bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną, • limity inwestycyjne, • koszty inwestycji, • opodatkowanie inwestycji

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Karków 2006, s. 22

Kolejną cechą funduszy, istotną dla inwestora, jest duża płynność inwestycji. Szczególnie dla inwestorów indywidualnych, którzy lokują często wszystkie swoje oszczędności, łatwość i szybkość „odzyskania” zainwestowanego kapitału jest czynnikiem kluczowym przy wyborze formy inwestowania. Fundusze inwestycyjne tę cechę posiadają, chociaż poziom płynności zróżnicowany jest w zależności od rodzaju funduszu. W przypadku funduszy otwartych poziom płynności jest możliwie najwyższy ponieważ tytuły uczestnictwa w funduszu, jakimi są jednostki uczestnictwa, podlegają ciągłej sprzedaży i dokupowaniu przez fundusz na żądanie inwestora. Fundusze zamknięte, z drugiej strony, emitują certyfikaty inwestycyjne, które można nabyć w okresie subskrypcji, ale sprzedaż dokonywana przed terminem zakończenia działalności funduszu, odbywa się w ramach rynku wtórnego, podobnie jak to jest z akcjami.

Inwestowanie za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego wiąże się z niższymi kosztami w porównaniu do tych, które ponieśliśmy, inwestując samodzielnie na rynku kapitałowym. Koszty funkcjonowania funduszu rozkładają się bowiem na wielu uczestników. Zwykle drobni inwestorzy nie posiadają odpowiednich środków, które zapewniłyby rentowność inwestycji przy danym poziomie kosztów na rynku. Fundusz jako duży inwestor finansowy, ma wpływ na poziom kosztów swego funkcjonowania na rynku, np. możliwość negocjowania warunków przy zakupie poszczególnych instrumentów finansowych (czyli kupowanie ich po niższej cenie niż w przypadku inwestowania przez poszczególnych uczestników oddzielnie), co przekłada się na wyższą rentowność inwestycji.

Biorąc pod uwagę fakt, że większość inwestorów zainteresowanych funduszami inwestycyjnymi, to indywidualni inwestorzy, najczęściej nieposiadający wiedzy na temat działania instrumentów rynku kapitałowego, ważną cechą jest profesjonalne zarządzanie. Oddając swoje oszczędności, można mieć pewność, że dalszemu ich lokowaniu towarzyszą gruntowne, kompleksowe analizy opłacalności, wykonywane przez wyspecjalizowane w tym kierunku firmy. Zwiększa to oczywiście bezpieczeństwo i zwalnia z konieczności angażowania się w działalność funduszu.

Inwestor decydujący się na inwestowanie w fundusze ma do wyboru szereg różnych wariantów, różniących się strategią inwestycyjną, w tym w szczególności przedmiotem inwestycji, zasięgiem geograficznym, konstrukcją funduszu oraz założonym ryzykiem inwestycyjnym. Daje to możliwość swobodnego wyboru strategii inwestycyjnej, spełniającej oczekiwania inwestora.

Fundusze inwestycyjne świadczą na rzecz uczestników dodatkowe usługi. Wychodząc naprzeciw oczekiwaniom klientów, towarzystwa proponują wiele dodatkowych udogodnień, w tym m.in.: uczestnictwo w premiowanych niższymi opłatami różnego rodzaju programach systematycznego oszczędzania (jeżeli zależy nam na długotrwałym, systematycznym oszczędzaniu), prowadzenie indywidualnych kont emerytalnych i pracowniczych programów emerytalnych oraz oszczędnościowych, będących formą zabezpieczenia emerytalnego, inwestowanie w walutach obcych, otwieranie kilku rachunków (zwanych rejestrami) dla jednej osoby oraz wspólnych rejestrów małżeńskich, oferowanie przez towarzystwo dodatkowych świadczeń pieniężnych na rzecz uczestników, którzy zadeklarują znaczne wpłaty do funduszu, ustanowienie zapisu (dyspozycji na wypadek śmierci uczestnika) posiadanych przez uczestnika środków na rejestrze na rzecz innej osoby lub grupy osób.

Jak już wcześniej zostało wspomniane fundusze inwestycyjne są często traktowane jako inwestycja alternatywna w stosunku do lokat bankowych. Jednak w stosunku do lokat, fundusze odznaczają się zdecydowanie większym poziomem ryzyka inwestycyjnego. Mimo, że portfel inwestycyjny funduszu jest odpowiednio zdywersyfikowany, nigdy nie ma gwarancji osiągnięcia dochodów.

Fundusze inwestycyjne nie są dobrą formą inwestowania dla osób, które chciałyby mieć wpływ na politykę inwestycyjną funduszu. Brak jest bowiem bezpośredniej możliwości reakcji na działania zarządzających aktywami. Jest to szczególnie odczuwalne w okresach, kiedy wyniki inwestycyjne są bardzo niezadowolające.

Osoby rozważające inwestowanie w fundusze powinni wziąć pod uwagę koszty z tym związane. Wysokość takich kosztów jest uzależniona od kilku czynników, w tym przede wszystkim rodzaju funduszu, od poziomu ryzyka inwestycyjnego oraz planowanego horyzontu czasowego inwestycji. Wśród kosztów, z którymi będzie miał do czynienia inwestor można wyróżnić opłaty operacyjne i opłaty manipulacyjne⁹⁵. W pierwszej grupie opłat znajdzie się przede wszystkim opłata za zarządzanie, która jednocześnie stanowi największą część kosztów ogólnych ponoszonych przez inwestora. Ponadto na ogół kosztów operacyjnych składają się także koszty pozostałe, głównie koszty administracyjne. Wśród opłat manipulacyjnych znajdzie się opłata za dystrybucję, opłata za umorzenie jednostek uczestnictwa, opłata związana z transferem środków do innego funduszu i opłata za prowadzenie rachunku. Zysk inwestora w największym stopniu pomniejszają koszty operacyjne, ponoszone okresowo i zależące od wartości aktywów funduszu.

2.2. Rodzaje i polityka inwestycyjna funduszy inwestycyjnych

Na gruncie prawa polskiego ustawa dopuszcza utworzenie trzech podstawowych konstrukcji funduszy inwestycyjnych:

- fundusz inwestycyjny otwarty (FIO),
- specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (SFIO),
- fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ).

Każdy rodzaj funduszu charakteryzuje się nieco inną konstrukcją prawną oraz możliwościami inwestycyjnymi. Polskie fundusze mogą różnić się od siebie:

⁹⁵ K. Gabryelczyk: Fundusze inwestycyjne, op. cit., s. 38.

- rodzajem tytułu uczestnictwa w funduszu,
- zakresem dopuszczalnych lokat i limitów inwestycyjnych,
- organami funduszu⁹⁶.

Fundusz inwestycyjny otwarty i specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty zbywają i odkupują na żądanie uczestnika jednostki uczestnictwa, przy czym nie jest możliwe dalsze zbywanie tych jednostek na rzecz osób trzecich. Fundusze te posiadają zmienną liczbę uczestników oraz zmienną liczbę jednostek uczestnictwa reprezentujących jednakowe prawa majątkowe. Fundusze otwarte kierowane są do szerokiego kręgu inwestorów i niedopuszczalne są jakiekolwiek ograniczenia w tym względzie. Fundusze inwestycyjne zamknięte emitują certyfikaty inwestycyjne będące papierami wartościowymi. Liczba certyfikatów inwestycyjnych jest stała. Fundusz może przeprowadzać kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych. W funduszach inwestycyjnych zamkniętych, które emitują certyfikaty imienne, możliwy jest także inny sposób zbierania środków do funduszu, który polega na częściowym opłaceniu certyfikatów inwestycyjnych w trakcie emisji certyfikatów i dokonaniu później dopłat na wezwanie funduszu, w miarę realizowania przez fundusz zamierzonej strategii inwestycyjnej.

Pod względem zakresu dopuszczalnych lokat i limitów inwestycyjnych najbardziej elastyczne są fundusze zamknięte, które charakteryzują się bardzo wysokim lub wysokim stopniem ryzyka, ale jednocześnie swobodniejszą polityką inwestycyjną. Najmniej elastyczne w ramach prowadzonej polityki inwestycyjnej są fundusze otwarte.

W funduszu inwestycyjnym otwartym jedynym organem jest towarzystwo zarządzające tym funduszem. W specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym obok towarzystwa może także działać jako organ kontrolny rada inwestorów złożona z uczestników, o ile statut funduszu będzie przewidywał taką możliwość. W funduszu inwestycyjnym zamkniętym działa, w zależności od postanowień statutu, rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów.

Klasyfikację funduszy w oparciu o kryterium prawne, różnicujące fundusze pod względem konsekwencji prawnych z jakimi mogą spotkać się inwestorzy, i ekonomiczne, biorące pod uwagę uprawnienia i obowiązki uczestników funduszu w zależności od ekonomicznych aspektów polityki inwestycyjnej, proponuje R. Gabryelczyk. Szczegółowy podział został przedstawiony w tabeli 7.

⁹⁶ B. Jawdosiuł, K. Rożko, *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, op.cit., s. 13-14.

Tabela 7. Rodzaje funduszy inwestycyjnych

Rodzaje funduszy inwestycyjnych			
Kryteria prawne		Kryteria ekonomiczne	
dopuszczalne formy prawnie - organizacyjne	- regulowane - nieregulowane	polityka inwestycyjna metody alokacji aktywów stopień ryzyka inwestycyjnego	- akcyjne (equity funds) - hybrydowe (hybrid funds) - obligacyjne (bond funds) - rynku pieniężnego (money market funds) - wyspecjalizowane (alternative funds)
konstrukcja funduszy	- otwarte (mutual funds) - zamknięte (closed-end funds) - mieszane (mixed funds)	zasięg geograficzny inwestycji	- o zasięgu krajowym - inwestujące za granicą - bez określonego zasięgu
forma prawna	- statutowe - umowne	sposób zarządzania	- aktywnie zarządzane - pasywnie zarządzane
typ inwestora	- specjalne - publiczne - prywatne	wysokość opłat	- prowizyjne (load funds) - bezprowizyjne (no-load funds)
osobowość prawna	- z osobowością prawną - bez osobowości prawnej	forma uczestnictwa inwestorów w dochodach	- tezauryzujące - dystrybucyjne

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Karków 2006, s. 42

Ze względu na politykę inwestycyjną, metody lokowania aktywów oraz stopień ryzyka inwestycyjnego (według rosnącego poziomu ryzyka), fundusze można podzielić na:

- fundusze z ochroną powierzonego kapitału,
- fundusze bezpieczne (np. fundusze dłużnych papierów wartościowych, fundusze rynku pieniężnego, fundusze obligacji),
- fundusze zrównoważone (np. fundusze stabilnego wzrostu, fundusze mieszane),
- fundusze elastycznego inwestowania (np. fundusze aktywnej alokacji aktywów),
- fundusze agresywne (np. fundusze akcji, fundusze agresywnego inwestowania)⁹⁷.

Fundusze z ochroną kapitału stosują odpowiednio dobraną strategię zabezpieczenia portfela akcji, polegającą na odpowiednim rebalansowaniu udziałów akcji i instrumentów dłużnych w portfelu. Mają na celu ochronę wartości aktywów funduszu przed spadkiem poniżej zakładanego poziomu ochrony kapitału na koniec okresu założonego w statucie funduszu.

⁹⁷ Ibidem, s. 15-16.

Fundusze bezpieczne inwestują przede wszystkim w papiery wartościowe o stałym dochodzie, takie jak: bony skarbowe i obligacje skarbowe emitowane przez rządy lub banki centralne oraz instrumenty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa i władze samorządowe. Fundusze te nie inwestują w akcje. Przeznaczone są dla osób zainteresowanych długofalowym oszczędzaniem oraz nie akceptujących ryzyka związanego z zakupem akcji. Z reguły przynoszą stopę zwrotu niewiele wyższą niż lokaty bankowe.

Fundusze zrównoważone charakteryzują się równym udziałem akcji i obligacji w portfelu. Celem takiego funduszu jest stabilne długoterminowe zwiększanie wartości aktywów przez ich aktywne lokowanie w papiery wartościowe, zarówno związane z podwyższonym ryzykiem, jak i papiery wartościowe o umiarkowanym poziomie ryzyka. Pierwsza część portfela pracuje na zyski, szczególnie w czasie giełdowej hossy (wzrostu kursów), a druga zapewnia, że w czasie bessy (spadku kursów) nie stracimy zbyt wiele. Ryzyko związane z tymi funduszami jest zatem średnie, natomiast możliwość zysku jest w porównaniu do funduszy agresywnych znacznie mniejsza. Jeśli jest gorsza koniunktura na rynku, wartość tych funduszy nie spada tak bardzo jak funduszy akcyjnych, ale też w momencie hossy zyskują mniej niż fundusze akcji.

Fundusze elastycznego inwestowania (aktywnej alokacji środków) mogą, w zależności od koniunktury na rynku finansowym, kierować środki pieniężne na te segmenty rynku, gdzie można je najkorzystniej pomnożyć. Ich możliwości inwestycyjne nie są tak ograniczone, jak w przypadku klasycznych funduszy. Zarządzający funduszem mogą nawet zredukować liczbę akcji w portfelu inwestycyjnym do zera, jeśli koniunktura jest niekorzystna, natomiast gdy ulegnie ona poprawie, mogą zwiększać ich udział w portfelach do maksymalnego dopuszczalnego poziomu. Niemniej są nastawione na stabilny zysk i mogą konkurować pod względem atrakcyjności inwestycyjnej z funduszami akcyjnymi w horyzoncie średnioterminowym.

Fundusze agresywne (akcji) lokują do 100% aktywów w akcje lub inne instrumenty udziałowe. Uważane są za najbardziej ryzykowne z powodu możliwych znacznych wahań wartości jednostki lub certyfikatu w związku ze zmianą wartości portfela akcji. Przynoszą ponadprzeciętne wyniki w czasie hossy, generując zazwyczaj znaczne straty w czasie załamania rynku. Zagrożenie to spada wraz z przedłużeniem horyzontu czasowego inwestycji. Z reguły w długim horyzoncie czasu (co najmniej 5 lat) są bardziej opłacalne od innych typów funduszy.

Tabela 8. Konstrukcje i typy funduszy inwestycyjnych

	FUNDUSZ OTWARTY	FUNDUSZ SPECJALISTYCZNY OTWARTY	FUNDUSZ ZAMKNIĘTY
Fundusz z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa	+	+	-
Fundusz z wydzielonymi subfunduszami	+	+	+
Fundusz podstawowy	+	+	+
Fundusz powiązany	+	+	+
Fundusz funduszy	+	+	+
Fundusz rynku pieniężnego	+	-	-
Fundusz portfelowy	-	-	+
Fundusz aktywów niepublicznych	-	+	+
Fundusz sekurytyzacyjny	-	-	+

Źródło: B. Jawdosiuł, K. Rożko, *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010

W celu zapewnienia polskim inwestorom szerokiej oferty funduszy inwestycyjnych i umożliwienia im korzystania z nowoczesnych form zarządzania aktywami, jakie są dostępne na światowych rynkach finansowych, ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadziła następujące konstrukcje funduszy inwestycyjnych:

- fundusze z różnymi kategoriami jednostek,
- fundusze z wydzielonymi subfunduszami,
- fundusze podstawowe i powiązane,
- fundusze funduszy

oraz następujące typy funduszy inwestycyjnych:

- fundusze rynku pieniężnego,
- fundusze portfelowe,
- fundusze aktywów niepublicznych,
- fundusze sekurytyzacyjne.

Z uwagi na to, że wyżej wymienione konstrukcje i typy funduszy inwestycyjnych mogą się wzajemnie na siebie nakładać, przedstawiona powyżej tabela 8 ułatwi zrozumienie tych form działania funduszy inwestycyjnych.

W celu uporządkowania podziału spotykanych w Polsce funduszy inwestycyjnych w 2007 roku Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) wprowadziła ich podział na poszczególne grupy i typy. Klasyfikację funduszy wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) przedstawia rysunek 13. Zgodnie z tą klasyfikacją fundusze dzielą się na dziewięć głównych kategorii:

- fundusze akcji,
- fundusze mieszane,
- fundusze dłużne,
- fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego,
- fundusze nieruchomości,
- fundusze aktywów niepublicznych,
- fundusze absolutnego zwrotu,
- fundusze surowcowe,
- fundusze sekurytyzacyjne.

Fundusz akcji inwestuje przede wszystkim w akcje oraz inne udziałowe papiery wartościowe (prawa do akcji, kwity depozytowe). Fundusz akcji powinien spełniać co najmniej jeden z następujących warunków:

- udział w aktywach funduszu akcji oraz innych udziałowych papierów wartościowych wynosi co najmniej 66%,
- fundusz inwestuje przede wszystkim w akcje i inne udziałowe papiery wartościowe oraz posiada benchmark będący możliwym do odwzorowania portfelem lokat, w którym udział akcji oraz innych udziałowych papierów wartościowych wynosi co najmniej 90%,
- w przypadku funduszy indeksowych: fundusz dąży do odwzorowania, ścisłego lub przybliżonego, zmian określonego indeksu rynku akcji, określonej krotności tego indeksu lub zmian odwrotnych do zmian tego indeksu⁹⁸.

Fundusze mieszane inwestują w różne klasy aktywów, np. w udziałowe papiery wartościowe (w tym akcje), papiery o stałym dochodzie (obligacje, instrumenty rynku pieniężnego).

Fundusze dłużne inwestuje przede wszystkim w papiery wartościowe o stałym dochodzie. Fundusz nie może inwestować w udziałowe papiery wartościowe z wyjątkiem nabycia akcji w wyniku konwersji długu. Wśród funduszy dłużnych wyróżnia się następujące

⁹⁸ Klasyfikacja funduszy wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), s. 1-5.

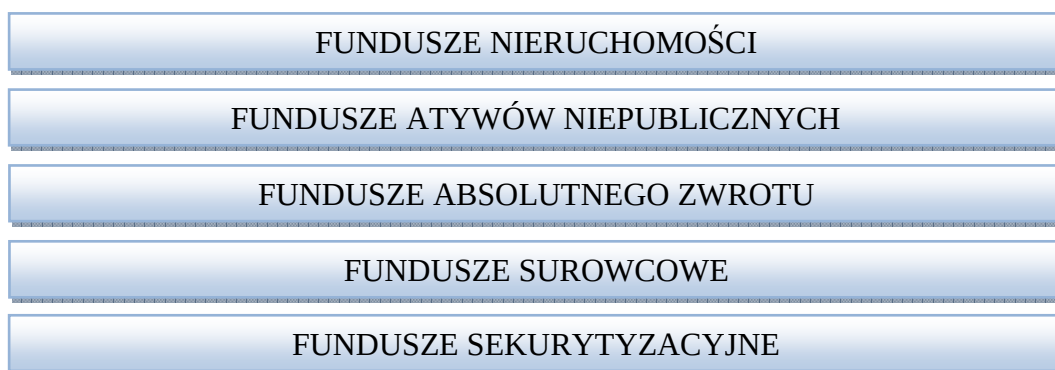
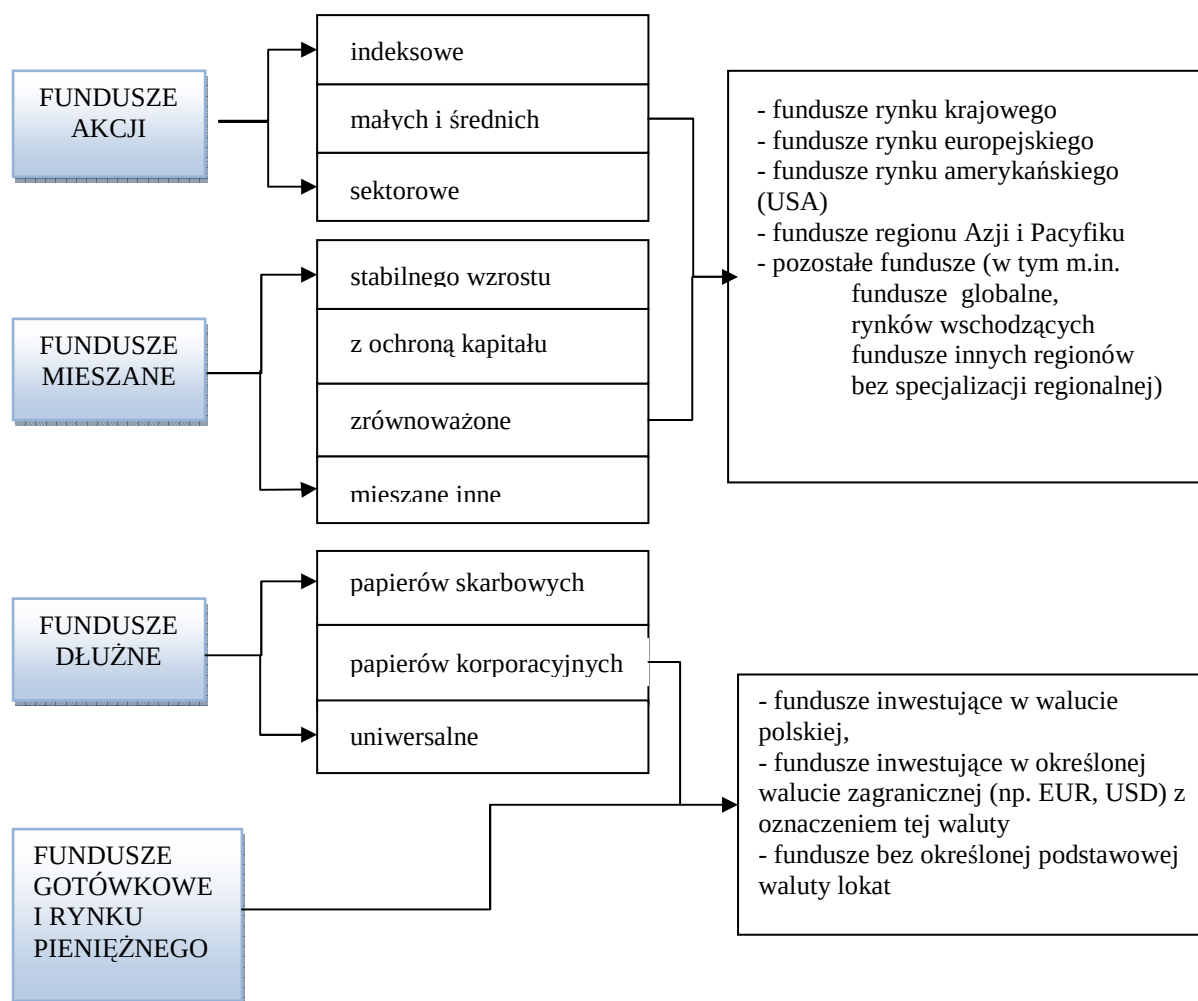
kategorie określające dominujący rodzaj instrumentów dłużnych, w które inwestuje dany fundusz:

- fundusze papierów skarbowych, dla których udział w aktywach funduszu papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, państwo członkowskie Unii Europejskiej, państwo należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie Unii Europejskiej, powinien wynosić co najmniej 66%,
- fundusze papierów korporacyjnych, dla których udział w aktywach funduszu papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa, wynosi min. 66%,
- fundusze uniwersalne – fundusze nie spełniające kryteriów umożliwiających zaliczenie ich do jednej z dwóch powyższych grup⁹⁹.

Do grupy funduszy gotówkowych i rynku pieniężnego należą fundusze, które spełniają kryteria określone w art. 178 Ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (Dz. U. Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.) oraz pozostałe fundusze, dla których łączna wartość parametru duration Macaulaya¹⁰⁰ nie przekracza 1.

⁹⁹ Klasyfikacja funduszy wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), s. 1-5.

¹⁰⁰ Duration Macaulaya - czas trwania obligacji jest jednym z najważniejszych czynników pozwalających określić wrażliwość obligacji na zmiany stóp procentowych, a więc stopień ryzyka inwestycji w obligacje. Inaczej, można go określić, jako średnioważony okres ważności wpływów (odsetek). Zatem wielkość przepływów pieniężnych oraz ich częstotliwość będzie miała wpływ na długość tego okresu i zmniejszanie się ryzyka inwestycyjnego. W ujęciu matematycznym jest to ważony ilością lat i ceną obligacji czas zwrotu z inwestycji.



Rysunek 13. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami

Źródło: Opracowanie własne

Do grupy funduszy nieruchomości należą fundusze, które celem inwestycyjnym jest uzyskiwanie dochodów z tytułu wynajmu nieruchomości lub wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości nieruchomości posiadanych przez fundusz

bezpośrednio lub za pośrednictwem spółek celowych. Po zakończeniu przez fundusz procesu budowy docelowego portfela lokat, który może trwać maksymalnie 36 miesięcy, co najmniej 80% wartości aktywów funduszu nieruchomości powinny stanowić:

- prawa do nieruchomości,
- akcje lub udziały w niepublicznych spółkach celowych, których aktywa składają się przede wszystkim z nieruchomości,
- instrumenty rynku pieniężnego oraz papiery dłużne wyemitowane przez niepubliczne spółki celowe, których akcje lub udziały wchodzi w skład portfela lokat, oraz wierzytelności względem tych spółek¹⁰¹.

Fundusze aktywów niepublicznych specjalizują się w inwestycjach na niepublicznym rynku kapitałowym. Po zakończeniu przez fundusz procesu budowy docelowego portfela lokat, który może trwać maksymalnie 36 miesięcy, co najmniej 80% wartości aktywów funduszu aktywów niepublicznych powinny stanowić:

- akcje lub udziały w spółkach niepublicznych, chyba stały się one przedmiotem publicznej oferty lub zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym po ich nabyciu przez fundusz,
- akcje spółek publicznych, nabyte przez fundusz z zamiarem wycofania spółki z obrotu zorganizowanego lub z zamiarem wywierania istotnego wpływu na zarządzanie i strategię działalności spółki,
- papiery dłużne, instrumenty rynku pieniężnego i wierzytelności spółek wskazanych powyżej¹⁰².

Fundusz może być zaliczony do kategorii funduszy aktywów niepublicznych tylko pod warunkiem, że nie spełnia warunków umożliwiających zakwalifikowanie tego funduszu do kategorii funduszy nieruchomości.

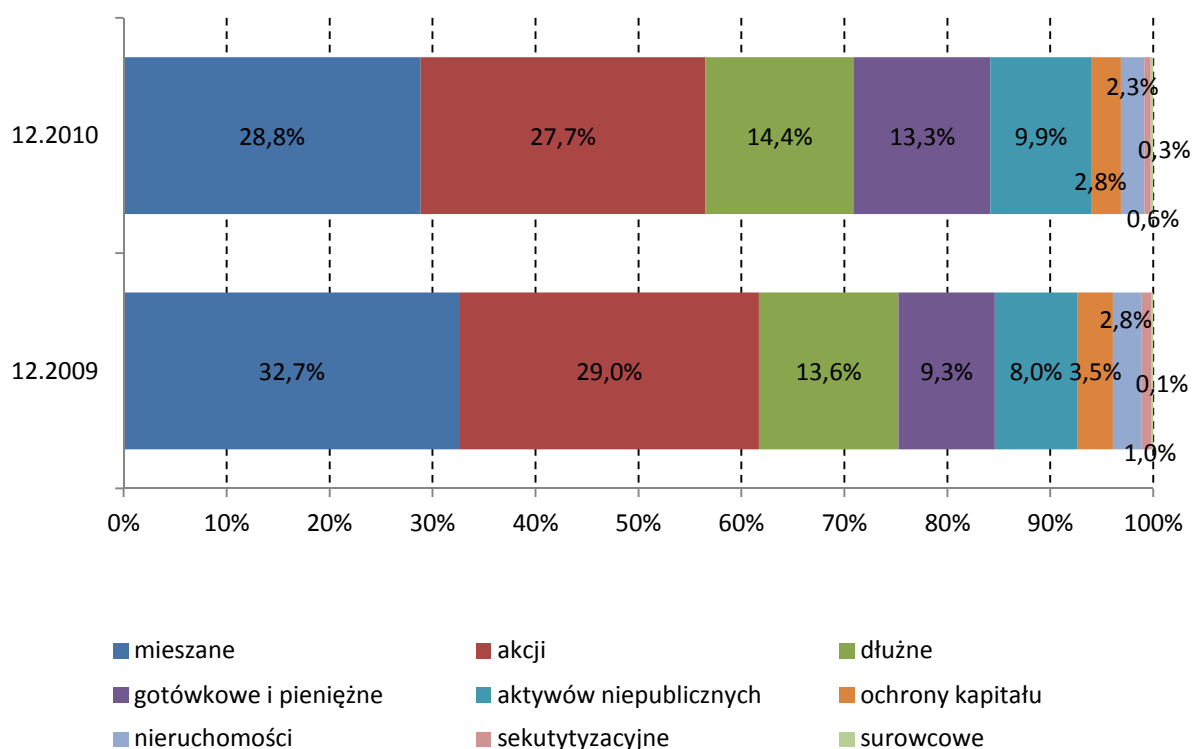
Fundusz absolutnego zwrotu jest funduszem spełniającym następujące warunki:

- nie posiada regularnego benchmarku będącego możliwym do odwzorowania portfelem papierów wartościowych ani portfela wzorcowego określającego politykę inwestycyjną funduszu,
- prowadzi politykę inwestycyjną uwzględniającą co najmniej dwa spośród poniższych założeń:

¹⁰¹ Klasyfikacja funduszy wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), s. 1-5.

¹⁰² Ibidem.

- o stosuje techniki inwestycyjne ukierunkowane na osiągnięcie dodatnich stóp zwrotu niezależnie od bieżącej koniunktury rynkowej w klasie aktywów, w której specjalizuje się fundusz, a w przypadku inwestowania w kilka klas aktywów – niezależnych od bieżącej koniunktury w tych klasach aktywów,
 - o systematycznie korzysta z dźwigni finansowej poprzez zaciąganie kredytów lub pożyczek o znacznym udziale w aktywach funduszu, wykorzystanie instrumentów pochodnych lub zastosowanie innych technik inwestycyjnych, przy czym łączna ekspozycja funduszu przy uwzględnieniu stosowanej dźwigni finansowej istotnie przewyższa wartość aktywów netto funduszu,
 - o wykorzystuje w dużym stopniu krótką sprzedaż instrumentów finansowych lub krótkie pozycje w instrumentach pochodnych,
- pobiera opłatę zmienną za zarządzanie, uzależnioną od wyników funduszu¹⁰³.



Wykres 1. Udział poszczególnych rodzajów funduszy w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2009-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Analizy Online i TZFiA

¹⁰³ Ibidem.

Fundusze surowcowe są funduszami inwestującymi co najmniej 66% wartości aktywów w instrumenty finansowe powiązane z rynkami surowcowymi, takie jak akcje spółek surowcowych lub towarowe instrumenty pochodne. Fundusz może być zaliczony do kategorii funduszy surowcowych tylko pod warunkiem, że nie spełnia warunków umożliwiających zakwalifikowanie tego funduszu do kategorii funduszy akcji – sektorowych.

Do grupy funduszy sekurytyzacyjnych należą fundusze inwestycyjne zamknięte utworzone jako fundusze sekurytyzacyjne, zgodnie z postanowieniami Ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (Dz. U. Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.).

Według raportu IZFiA, dotyczącego wyników działalności funduszy inwestycyjnych w 2010 r. oraz raportu Analizy Online wykonanego na zlecenie IZFiA wyniki inwestycyjne polskich funduszy kształtują się następująco¹⁰⁴. Na koniec 2010 roku, wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce osiągnęła poziom 116,5 mld zł. W ujęciu walutowym odpowiada to kwocie 29,5 mld EUR, co oznacza iż w skali roku aktywa zyskały 6,7 mld EUR. Wysoka dynamika i kolejny z rzędu silny wzrost aktywów w 2010 roku, przyniósł kilka istotnych zmian w ich strukturze. Po dwóch latach przerwy, największym pod względem wartości zarządzanych środków segmentem, zostały ponownie fundusze akcyjne, które na koniec grudnia zgromadziły 32,0 mld zł. Oznacza to, że na koniec minionego roku zarządzały one aktywami wartymi o blisko 5,0 mld zł więcej niż rok wcześniej. Niemniej, udział funduszy akcyjnych w rynku zmniejszył się o 1,5 pkt proc. do 27,6%.

Pod względem wartości zgromadzonych aktywów, z pierwszego miejsca na drugie, spadł natomiast segment funduszy mieszanych, gdzie na koniec minionego roku, inwestorzy mieli ulokowane 30,4 mld zł. Ich udział w rynku zmniejszył się o 4,3 pkt proc. do 26,1%. Największe znaczenie w tym pojemnym segmencie odgrywały fundusze stabilnego wzrostu, które zgromadziły 13,9 mld zł oraz zrównoważone, gdzie aktywa wyniosły 12,4 mld zł.

W roku 2010 największą dynamikę zmian odnotował najmniejszy segment, czyli fundusze surowcowe, których aktywa w ciągu 12 miesięcy zwiększyły swą wartość o 109% do 286 mln zł. Według szacunków Analiz Online, na dziewięć segmentów, siedem odnotowało w 2010 roku dodatnie saldo nabyć i odkupień. Najwięcej nowych środków pozyskały fundusze pieniężne i gotówkowe, do których wpłynęło blisko 6 mld zł. W tej

¹⁰⁴ Roczny Raport IZFiA 2010

grupie funduszy, praktycznie każdego miesiąca 2010 roku, strumień środków wynosił kilkaset mln zł, a dwukrotnie (w lutym i marcu) przekroczył poziom 0,7 mld zł, czyli tyle ile w całym 2009 roku.

Ponad 3,0 mld zł nowego kapitału trafiło do funduszy dłużnych, w tym prawie 70% aktywów netto - do funduszy dłużnych polskich uniwersalnych. Poza tym, istotny napływ nowych pieniędzy odnotowały jeszcze fundusze aktywów niepublicznych, gdzie bilans wpłat i wypłat w 2010 roku wyniósł 2,7 mld zł.

Najbardziej znanym i najczęściej używanym podziałem funduszy jest podział uwzględniający kryterium konstrukcji funduszy, dzielące je na otwarte, specjalistyczne otwarte i zamknięte.

Tabela 9. Porównanie funduszy inwestycyjnych otwartych i zamkniętych

Cecha	Fundusz otwarty	Fundusz zamknięty
tytuł uczestnictwa	jednostki uczestnictwa	certyfikaty inwestycyjne lub akcje
wysokość kapitału	zmienna	stała
liczba tytułów uczestnictwa	zmienna	stała
wartość jednostki	najczęściej od 50 do 100 zł	najczęściej od 1000 do 10000 zł
liczba uczestników	zmienna, wysoka	stała, niska
zbywanie	nieograniczone ciągle	emisja ograniczona, jednorazowa
zbywalność	niezbywalne, odsprzedaż jedynie funduszowi	zbywalne na rynku wtórnym
wycena	na podstawie wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa	wartość rynkowa ustalana na podstawie popytu i podaży
częstotliwość wyceny	codziennie	najczęściej raz lub dwa razy w tygodniu
płynność	wysoka	zależna od popytu i podaży na rynku wtórnym oraz od polityki inwestycyjnej funduszu
koszty dla inwestora	opłaty manipulacyjne i koszty operacyjne	Rachunek papierów wartościowych w domu maklerskim

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Karków 2006, s. 47-48

Fundusz inwestycyjny otwarty (FIO) jest najbardziej popularną wśród inwestorów konstrukcją funduszu. Dzięki temu, że zbywanie i dokupowanie jednostek uczestnictwa odbywa się na każde żądanie uczestników, fundusze otwarte są bardzo płynnym instrumentem. Jednostki uczestnictwa nie są papierami wartościowymi, a zatem nie można

ich zbywać na rzecz osób trzecich. Można jedynie odsprzedać je funduszowi, który z kolei dokonuje ich umorzenia. Częstotliwość określona jest w prospekcie informacyjnym funduszu jednak nie może być rzadsza niż raz na 7 dni. Statut funduszu otwartego zawiera informacje dotyczące częstotliwości dokonywania:

- wyceny aktywów,
- wyznaczenia wartości aktywów,
- ustalenia ceny zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa,
- ustalenia wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa.

Powyższe czynności nie mogą być rzadsze niż terminy dokupowania lub zbywania jednostek uczestnictwa. Cena zbycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa ustalana jest poprzez dzielenie wartości aktywów netto funduszu przez ogólną liczbę jednostek uczestnictwa. Ustawa reguluje minimalną wartość aktywów netto funduszu, która nie może być niższa niż 2 mln zł.

Fundusz inwestycyjny otwarty często traktowany jest jako alternatywa w stosunku do lokat bankowych. Fakt, że każdy może być uczestnikiem tego typu funduszu, a wpłaty początkowe są zazwyczaj relatywnie niskie. Ustawa o funduszach inwestycyjnych przewiduje także w przypadku funduszu otwartego największy zakres ograniczeń inwestycyjnych, co powoduje, że ryzyko inwestowania jest minimalizowane.

W przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego statut może ograniczać krąg podmiotów, które mogą stać się uczestnikami funduszu, określając warunki jakie spełnić należy, aby stać się uczestnikiem (w praktyce często uczestnikami funduszu mogą być wyłącznie osoby prawne). Ważnym wyróżnikiem tego typu funduszu jest to, że jeśli statut na to zezwala wówczas wpłaty do funduszu mogą być dokonywane w papierach wartościowych.

Fundusz inwestycyjny zamknięty emituje publiczne lub niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, z tym że publiczne certyfikaty inwestycyjne mogą być wyłącznie na okaziciela. Certyfikat inwestycyjny jest niepodzielny. Liczba uczestników funduszu zamkniętego jest ograniczona - może być ich najwyżej tyle, ile wyemitowano certyfikatów. Tak, jak inne papiery wartościowe notowane na giełdzie, certyfikaty podlegają codziennej wycenie rynkowej na sesjach giełdowych.

W zakresie dopuszczalnych lokat ustawodawca wprowadził znacznie mniejsze restrykcje dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego, pozwalając np. lokować w prawa pochodne, transakcje terminowe i udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością.

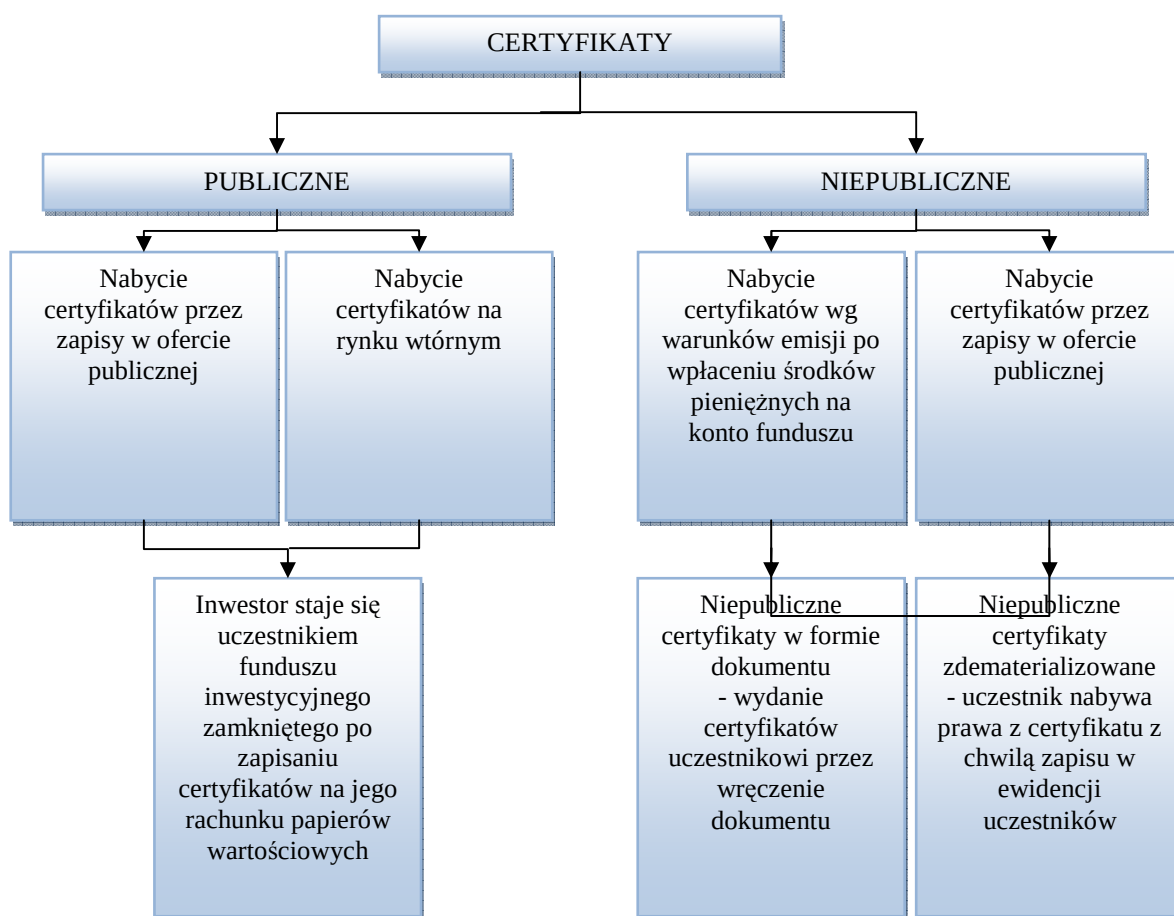
W funduszu inwestycyjnym zamkniętym obligatoryjnie jako organ kontrolny działa rada inwestorów. Kompetencje rady inwestorów, tryb jej działania i sposób utworzenia są w tym przypadku niemal identyczne jak w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, należy tylko zaznaczyć, że uprawnionymi do uczestniczenia w radzie inwestorów są uczestnicy posiadający co najmniej 5% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu.

Zamknięty fundusz inwestycyjny może być utworzony na określony czas. Trwanie funduszu kończy postępowanie likwidacyjne polegające na umorzeniu certyfikatów inwestycyjnych oraz wypłacie jego uczestnikom kwot odpowiadających liczbie i końcowej wycenie certyfikatów posiadanych przez poszczególnych uczestników.

Fundusz inwestycyjny zamknięty dokonuje wyceny aktywów funduszu i ustala wartość aktywów netto oraz wartość aktywów netto przypadającą na certyfikat inwestycyjny z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na 3 miesiące oraz na 7 dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnej emisji, a także w dniu wykupywania certyfikatów.

Fundusz inwestycyjny, jak już wspomniano, może emitować zarówno certyfikaty inwestycyjne publiczne jak i niepubliczne. Jest to określone w statucie funduszu. W przypadku certyfikatów publicznych są one przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub są wprowadzone do alternatywnego sposobu obrotu. Certyfikaty niepubliczne takich możliwości nie mają.

Sposób nabywania certyfikatów inwestycyjnych zamkniętych funduszy inwestycyjnych został przedstawiony na rysunku 14.



Rysunek 14. Sposób nabycia certyfikatów inwestycyjnych zamkniętych funduszy inwestycyjnych

Źródło: D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s.107

Fundusze inwestycyjne zamknięte na ogółu są bardziej efektywne od funduszy otwartych ze względu na niższe koszty działalności oraz stałość kapitału.¹⁰⁵ Minusem funduszy zamkniętych, głównie z punktu widzenia mniejszego inwestora, jest ich niższa płynność. Fundusze otwarte ze względu na liczne ograniczenia ustawowe dotyczące polityki inwestycyjnej uznawane są także za obarczone mniejszym ryzykiem inwestycyjnym. Wszystkie wymogi dywersyfikacyjne funduszy zostały przedstawione w tabeli X. Wynika z niej jasno, że zakres lokat funduszy otwartych jest mniej zróżnicowany niż jest to w przypadku funduszu zamkniętego, gdzie inwestor ma możliwość wyboru, np. funduszu nieruchomości.

¹⁰⁵ G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Zakamycze, Kraków 1998, s. 28

Tabela 10. Zasady polityki inwestycyjnej poszczególnych rodzajów funduszy w Polsce

FIO	SFIO	FIZ
Dopuszczalne rodzaje lokat funduszu		
• papiery wartościowe, • instrumenty rynku pieniężnego, • depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych, o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok, płatne na żądanie, • instrumenty pochodne, • jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych otwartych mających siedzibę na terytorium Polski, • tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusze zagraniczne, • tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą, spełniające warunki ustawowe	Uregulowania takie jak w przypadku FIO	• papiery wartościowe, • wierzytelności, z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych, • udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, • waluty, • instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne, • prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych, • zbywalne instrumenty rynku pieniężnego, • nieruchomości
Udział poszczególnych lokat i zobowiązań w aktywach ogółem funduszu		
• maksymalnie 5 % - papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot (limit może być zwiększony do 10 %, jeżeli łączna wartość nie przekroczy 40 % wartości aktywów oraz gdy statut funduszu to przewiduje), • maksymalnie 20 % - depozyty w tym samym banku krajowym lub tej samej instytucji kredytowej, • maksymalnie 20% - łącznie papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, depozyty w tym podmiocie oraz wartość ryzyka kontrahenta wynikająca z transakcji, których przedmiotem są niewystandaryzowane instrumenty pochodne, zawartych z tym podmiotem, • maksymalnie 25% - listy zastawne wyemitowane przez jeden bank hipoteczny oraz dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez jedną instytucję kredytową – suma nie może przekraczać 80%	• powyżej 20 % aktywów, nie więcej jednak niż 50 %, w jednostki uczestnictwa jednego funduszu inwestycyjnego otwartego lub tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego lub instytucji wspólnego inwestowania, określonej w art. 101 ust. 1, jeżeli statut funduszu to przewiduje i wskazuje ten fundusz lub instytucję wspólnego inwestowania, • do 100 % aktywów w jednostki uczestnictwa jednego funduszu	• maksymalnie 20% - papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie, • maksymalnie 25% - listy zastawne wyemitowane przez jeden bank hipoteczny, • maksymalnie 20% - depozyty w jednym banku krajowym, banku zagranicznym lub instytucji kredytowej , • maksymalnie 20% - waluta obca jednego państwa lub euro, • ww/ograniczeń nie stosuje się do papierów wartościowych emitowanych, poręczonych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, NBP,

• maksymalnie 35% - łącznie lokaty w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez ten sam bank hipoteczny, depozyty w tym podmiocie oraz wartość ryzyka kontrahenta wynikająca z transakcji, których przedmiotem są niewystandaryzowane instrumenty pochodne, zawartych z tym samym bankiem, • maksymalnie 20% - papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez podmioty należące do grupy kapitałowej, • maksymalnie 5% wartości aktywów funduszu w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot należący do grupy kapitałowej (limit może być zwiększony do 10% jeżeli pozwala na to statut), • maksymalnie 40% - łączna wartość lokat funduszu w papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, w których fundusz ulokował ponad 5 % wartości aktywów funduszu nie więcej jednak niż 10%, wyemitowane przez podmioty należące do grupy kapitałowej, • maksymalnie 20% - akcje lub dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez ten sam podmiot, jeżeli, zgodnie z polityką inwestycyjną określoną w statucie, fundusz będzie odzwierciedlał skład uznanego indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych, w tym przy zastosowaniu instrumentów pochodnych (limit może być zwiększony do 35%, gdy udział akcji jednego emitenta w indeksie wzrośnie, jeżeli statut funduszu tak stanowi, • maksymalnie 35 % - w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, NBP, jednostkę samorządu terytorialnego, państwo członkowskie, jednostkę samorządu terytorialnego państwa członkowskiego, państwo należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie, • maksymalnie 20 % - jednostki uczestnictwa jednego funduszu inwestycyjnego otwartego lub tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego lub tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania, • maksymalnie 30% - łączna wartość lokat w tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania innych niż jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych lub tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych • maksymalnie 10 % - pożyczki i kredyty do 1 roku, jedynie w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych	inwestycyjnego otwartego lub tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego lub instytucji wspólnego inwestowania, o której mowa w art. 101 ust. 1, pod warunkiem że statut: 1) wskazuje ten fundusz lub instytucję wspólnego inwestowania; 2) określa, zgodnie z art. 20 ust. 1, zasady polityki inwestycyjnej tego funduszu lub instytucji wspólnego inwestowania; 3) wskazuje wysokość opłat za zarządzanie pobieranych przez podmiot zarządzający funduszem inwestycyjnym otwartym, funduszem zagranicznym lub instytucją wspólnego inwestowania, o której mowa w ustawie.	państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw należących do OECD, • maksymalnie 50% - jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne jednego funduszu inwestycyjnego lub tytuły uczestnictwa emitowane przez jedną instytucję wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą, • jeżeli statut tak przewiduje, do • 100 % - jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne jednego funduszu inwestycyjnego lub tytuły uczestnictwa emitowane przez jedną instytucję wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą, pod warunkiem że statut: 1) wskazuje ten fundusz lub instytucję wspólnego inwestowania; 2) określa, zgodnie z art. 20 ust. 1, zasady polityki inwestycyjnej tego funduszu lub instytucji wspólnego inwestowania; 3) wskazuje wysokość opłat za zarządzanie, pobieranych przez podmiot zarządzający funduszem inwestycyjnym lub instytucją wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą, • maksymalnie 20% - certyfikaty inwestycyjne innego funduszu inwestycyjnego zamkniętego zarządzanego przez to samo towarzystwo, • maksymalnie 25 % - łącznie na nabycie praw do jednej nieruchomości oraz na inwestycje z tym związane, • maksymalnie 50% - obciążenia na nieruchomościach, • maksymalnie 75% - pożyczki i kredyty, • maksymalnie 15% - emisja obligacji, • maksymalnie 75% - łączna wartość pożyczek, kredytów oraz emisji obligacji
--	---	---

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.)

2.3. Istota i rodzaje funduszy nieruchomości na świecie

Rozważania na temat funduszy nieruchomości należy zacząć od zdefiniowania pojęcia – fundusz nieruchomości. W praktyce fundusz nieruchomości to fundusz inwestycyjny, który lokuje swoje aktywa na rynku nieruchomości. Jest to rodzaj instytucji wspólnego inwestowania funkcjonujących na rynku nieruchomości, które stanowią przedmiot zainteresowania ze strony inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych w wielu krajach od niemal pół wieku¹⁰⁶. Kryterium warunkującym określenie danego funduszu inwestycyjnego mianem funduszu nieruchomości jest zatem lokowanie przez ten fundusz w nieruchomości, w sposób pośredni lub bezpośredni, zdecydowanej większości aktywów. Na międzynarodowych rynkach kapitałowych fundusze nieruchomości tworzone są zarówno w oparciu o struktury funduszy otwartych jak i zamkniętych. Szczegółowe charakterystyki poszczególnych rynków rozwiniętych zostały omówione w rozdziale czwartym.

Często funduszem nieruchomości określa się jedynie fundusze, które minimum 80% swoich aktywów netto lokują pośrednio lub bezpośrednio w nieruchomości¹⁰⁷. Kryterium to pojawia się w instytucjach europejskich zrzeszających krajowe instytucje wspólnego inwestowania, m.in. Investment Management Association (IMA) w Wielkiej Brytanii oraz Bundesverband Deutscher Investment Gesellschaften e.V. (BVI). Jednak każdy kraj ma własne wymagania stawiane funduszom, aby zakwalifikować je do grupy funduszy nieruchomości. Fundusze zróżnicowane są pod względem formalnoprawnym oraz pod względem strategii inwestycyjnych. Inne są też korzyści z poszczególnych funduszy, przede wszystkim korzyści podatkowe, wynikające z inwestowania w ten właśnie instrument, łączący elementy rynku kapitałowego z elementami rynku nieruchomości.

W oparciu o dostępną literaturę można klasyfikować fundusze nieruchomości według różnych kryteriów. M. Mikita i W. Pełka wyróżniają pięć kryteriów podziału funduszy nieruchomości: formę uczestnictwa w funduszu, źródło finansowania, kryterium podmiotowe, przedmiotowe oraz prawne¹⁰⁸. Do pierwszej grupy funduszy zalicza się fundusze otwarte i zamknięte, zróżnicowane pod względem liczby uczestników i swobody wejścia/wyjścia z inwestycji. Zamknięte fundusze inwestycyjne z kolei można podzielić w zależności od źródła finansowania, na finansowane kapitałem obcym i kapitałem własnym. W stosunku do

¹⁰⁶ A Leszczuk, *Fundusze nieruchomości*, [w:] *Inwestycje finansowe*, K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 129.

¹⁰⁷ Tamże, s. 129-130.

¹⁰⁸ M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, POLTEXT, Warszawa 2009, s. 99-100.

funkcjonujących na rynku amerykańskim funduszy nieruchomości stosuje się klasyfikację podmiotową, według której wyróżnia się fundusze notowane na giełdzie papierów wartościowych i podlegające nadzorowi SEC¹⁰⁹, notowane ale nie podlegające SEC oraz fundusze prywatne. Podział dokonany zgodnie z kryterium przedmiotowym różnicuje fundusze w zależności od przedmiotu inwestycji. Mogą tutaj wystąpić fundusze inwestujące w nieruchomości biurowe, handlowe, hotelowe, mieszane, i inne. Ostatnim podziałem jest aspekt prawny, na podstawie którego fundusze dzieli się na kontraktowe i statutowe. Fundusze kontraktowe charakteryzują się tym, że zostają w nich wydzielone aktywa, które są zarządzane przez spółkę lokat kapitałowych, a inwestor otrzymuje jednostki uczestnictwa, dające mu prawo do określonej części majątku funduszu. W przypadku funduszy statutowych tworzone są spółki akcyjne, a inwestor staje się akcjonariuszem przez nabycie emitowanych akcji spółki.

Do podanej klasyfikacji A. Leszczuk proponuje jeszcze podział funduszy nieruchomości według kryterium dochodowego, dzieląc je na dywidendowe, hipoteczne i hybrydowe¹¹⁰. Jest to podział typowy dla rynku amerykańskiego, który dokładnie zostanie omówiony w rozdziale trzecim niniejszej rozprawy.

Wyszczególniając rodzaje funduszy nieruchomości szczególne miejsce w tej klasyfikacji zajmują fundusze typu REITs. Najogólniej mówiąc fundusz REITs jest rodzajem funduszu inwestycyjnego zamkniętego, specjalizującym się w nieruchomościach lub inwestycjach hipotecznych. Ze względu na bardzo dynamiczny rozwój tego typu funduszy na świecie, powstawanie struktur charakterystycznych dla poszczególnych kontynentów, (EU-REITs, US-REITs) czy krajów (G-REITs w Niemczech, UK-REITs w Wielkiej Brytanii, J-REITs w Japonii), tworzą one zupełnie odrębną formę funduszu nieruchomości. REITs korzystając z uprzywilejowanej pozycji podatkowej oferują inwestorom szerokie spektrum lokat na rynku nieruchomości, będąc jednocześnie instytucją kredytującą firmy z sektora nieruchomości, spółką budującą a następnie zarządzającą nieruchomościami, właścicielem portfeli nieruchomości różnego typu. Szczegółowo ten rodzaj funduszy zostanie omówiony w dalszej części rozprawy.

Od pewnego czasu na rynku funduszy nieruchomości zauważa się próby standaryzacji rynku funduszy nieruchomości. Uchwalono dyrektywy UCITS, a ostatnio próbuje się standaryzować europejskie fundusze REITs. Dynamiczny rozwój tych ostatnich wynika z bardzo dobrych wyników inwestycyjnych państw, które takie fundusze wprowadziły już na

¹⁰⁹ Securities and Exchange Commission in the United States – Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych

¹¹⁰ A Leszczuk, *Fundusze nieruchomości*, [w:] *Inwestycje finansowe*, K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 132

swój rynek (m.in. Francja). Ponadto, na europejskich rynkach nieruchomości panuje silny trend wzrostowy napędzany potężnym napływem kapitału.

Wraz z rozwojem rynku nieruchomości fundusze nieruchomości mają perspektywy wzrostu. Jednocześnie niskie rynkowe stopy procentowe skłaniają inwestorów do poszukiwania atrakcyjnej alternatywy dla lokat bankowych, gdzie rynek nieruchomości ocenia się za najbardziej odpowiedni. Coraz więcej aktywów w funduszach nieruchomości lokują fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeniowe, przez co rynek nieruchomości napędzany jest dużym napływem kapitału.

Nieruchomości stają się coraz bardziej dojrzałą klasą aktywów. Biorąc pod uwagę rynki rozwijające się, jak np. Polska, to perspektywy dla nich są jeszcze bardziej interesujące. Inwestorzy mają szansę na jeszcze większe zyski z funduszy nieruchomości, wynikające z dostosowywania się do poziomu europejskiego samego przedmiotu inwestycji oraz ze wzrostu funduszy nieruchomości samych w sobie, ze względu na ciągle niski udział w rynku funduszy inwestycyjnych ogółem. Wszystkie te cechy sprawiają, że atrakcyjność funduszy nieruchomości jako alternatywy dla inwestycji na rynku finansowym wykazuje tendencję rosnącą.

Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych krajów zrzeszonych w EFAMA wzrosła w tym czasie o +13,6% (937 mld EUR), do 8 025 mld EUR na koniec grudnia 2010 roku. Dynamika wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce była więc, podobnie jak w 2009 roku, 2-krotnie wyższa. W szybszym tempie aktywa zyskiwały na wartości jedynie w Szwajcarii (+59,8%), Szwecji (+31,4%), Irlandii (+28,7%) oraz Bułgarii (+27,8%)¹¹¹.

Dzięki wyższej dynamice przyrostu aktywów polskich funduszy, nieznacznie zwiększył się nasz udział w rynku europejskim, z 0,3% w 2009 roku do 0,4% na koniec grudnia 2010 roku. Kilka krajów europejskich odnotowało spadek wartości zarządzanych środków w 2010 roku. Wśród nich znalazła się Portugalia (-9,4%), w wyniku czego Polska awansowała o jedną pozycję w zestawieniu na 17-tą pozycję.

¹¹¹ EFAMA Quarterly Statistical Release

Tabela 11. Polska na tle krajów europejskich - wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych (w mld EUR)

	2010			2009			2008		
	wartość	udział	zmiana	wartość	udział	zmiana	wartość	udział	zmiana
Luxemburg	2 199	27,4%	19,4%	1 841	26,2%	15,6%	1 592	25,4%	-24,3%
Francja	1 402	17,5%	-1,4%	1 421	20,3%	9,9%	1 293	21,1%	-14,3%
Niemcy	1 126	14,0%	10,4%	1 020	14,5%	11,9%	911	14,8%	-12,5%
Irlandia	963	12,0%	28,7%	749	10,6%	15,7%	647	10,5%	-19,7%
Wielka Brytania	794	9,9%	24,4%	638	9,0%	39,3%	458	7,5%	-39,0%
Szwajcaria	253	3,2%	59,8%	158	2,2%	0,9%	157	2,6%	-7,0%
Włochy	232	2,9%	-10,0%	258	3,6%	4,4%	247	4,0%	-31,0%
Hiszpania	170	2,1%	-12,8%	195	2,8%	-4,4%	203	3,3%	-27,0%
Szwecja	166	2,1%	31,4%	126	1,8%	45,9%	87	1,4%	-37,9%
Austria	148	1,8%	6,5%	139	2,0%	8,5%	128	2,1%	-22,9%
Dania	135	1,7%	23,6%	110	1,6%	12,1%	98	1,6%	-25,6%
Belgia	94	1,2%	-3,0%	97	1,3%	-6,4%	104	1,7%	-18,1%
Holandia	78	1,0%	-1,2%	79	1,1%	10,2%	72	1,2%	-21,2%
Norwegia	63	0,8%	26,7%	50	0,7%	68,8%	30	0,55	-41,6%
Finlandia	62	0,8%	13,4%	54	0,8%	31,2%	41	0,7%	-37,4%
Lichtenstein	31	0,4%	26,4%	25	0,3%	27,5%	19	0,3%	-5,4%
Polska	29	0,4%	27,3%	23	0,3%	29,5%	17	0,3%	-53,5%
Portugalia	26	0,3%	-9,4%	28	0,4%	13,6%	25	0,4%	-30,8%
Turcja	18	0,2%	7,9%	16	0,2%	22,5%	13	0,2%	-26,6%
Węgry	14	0,2%	22,3%	11	0,2%	16,9%	9	0,2%	-24,8%
Grecja	9	0,1%	-11,2%	10	0,1%	-0,4%	10	0,2%	-54,9%
Czechy	5	0,1%	10,3%	4	0,1%	-1,5%	4	0,1%	-30,5%
Słowacja	4	0,0%	10,1%	3	0,0%	4,3%	3	0,1%	-17,4%
Rumunia	3	0,0%	14,7%	3	0,0%	52,1%	2	0,0%	-51,6%
Słowenia	2	0,0%	0,5%	2	0,0%	19,6%	2	0,0%	-54,9%
Bułgaria	0,2	0,0%	27,9%	0,2	0,0%	9,1%	0,4	0,0%	-62,4%
Razem	8 024,43	100,0%	13,6%	7 060,67	100,0%	15,0%	6 142	100,0%	-22,3%
UCITS	5 990	74,6%	12,7%	5 315	75,3%	15,7%	4 593	74,8%	-25,4%
Non-UCITS	2 035	25,4%	16,5%	1 746	24,7%	12,7%	1 549	33,7%	-11,5%

Źródło: EFAMA Quarterly Statistical Release

Wraz ze wzrostem wartości zarządzanych aktywów, zwiększyła się wysokość aktywów netto funduszy przypadająca na mieszkańca. W grudniu 2010 roku statystyczny Polak miał ulokowane w funduszach inwestycyjnych 753 EUR, w porównaniu do 592 EUR na koniec 2009 roku. To o 54 EUR mniej od statystycznego Greka. Wśród krajów monitorowanych przez EFAMA mniejsza kwota ulokowana w funduszach na mieszkańca przypada w Słowacji, Czechach, Turcji, Rumunii i Bułgarii.

**Tabela 12. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych
w przeliczeniu na mieszkańca (w tys. EUR)**

	2010
Luxemburg	4379,89
Lichtenstein	865,83
Irlandia	215,59
Szwajcaria	33,35
Dania	24,47
Francja	21,66
Szwecja	17,78
Austria	17,62
Niemcy	13,76
Norwegia	13,02
Wielka Brytania	12,80
Finlandia	11,49
Belgia	8,67
Holandia	4,71
Włochy	3,85
Hiszpania	3,69
Portugalia	2,42
Węgry	1,35
Słowenia	1,10
Grecja	0,81
Polska	0,75
Słowacja	0,69
Czechy	0,46
Turcja	0,24
Rumunia	0,14
Bułgaria	0,03

Źródło: EFAMA Quarterly Statistical Release, Eurostat

Fundusze nieruchomości najczęściej zakładają długookresowy horyzont inwestycji wynoszący około 8 – 10 lat. Podyktowane jest to trwaniem cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości. Zatem inwestorzy rozważający inwestowanie w fundusze nieruchomości powinni zawsze traktować ten instrument, jako przedmiot długofalowego oszczędzania. Pewność spełnienia założonej oczekiwanej stopy zwrotu zwiększa się, im dłużej trwa inwestycja.

2.4. Uwarunkowania rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce

Polski rynek funduszy inwestycyjnych, a w szczególności rynek funduszy nieruchomości ma stosunkowo niedługą historię. Jego funkcjonowanie zapoczątkowała ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. Nr 35, poz. 155). Jednak ani ta ani następna ustawa z 28

sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 139, poz. 933, z późn. zm.) nie umożliwiały funduszom inwestowania w nieruchomości. Mimo, że fundusze nieruchomości są instrumentem od dziesięcioleci funkcjonującym na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w Polsce ich działalność została dopiero zainicjowana ustawą z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 114, poz. 1192). Ustawa ta powołała specjalny zamknięty fundusz inwestycyjny, który wśród dopuszczalnych lokat miał także lokaty na rynku nieruchomości. Przedmiotem lokat specjalistycznego funduszu zamkniętego mogło zatem być:

- prawo własności nieruchomości gruntowych;
- prawo własności budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości,
- udział we współwłasności nieruchomości, o których mowa powyżej.¹¹²

Wartość poszczególnych lokat w chwili nabycia nie mogła przekraczać 10% wartości aktywów netto funduszu.

Istniejący kształt funduszu nieruchomości wprowadziła ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r., likwidująca konstrukcję specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz funduszu mieszanego i zastępując je funduszem zamkniętym. W ramach funduszu zamkniętego może być tworzony zamknięty fundusz nieruchomości¹¹³.

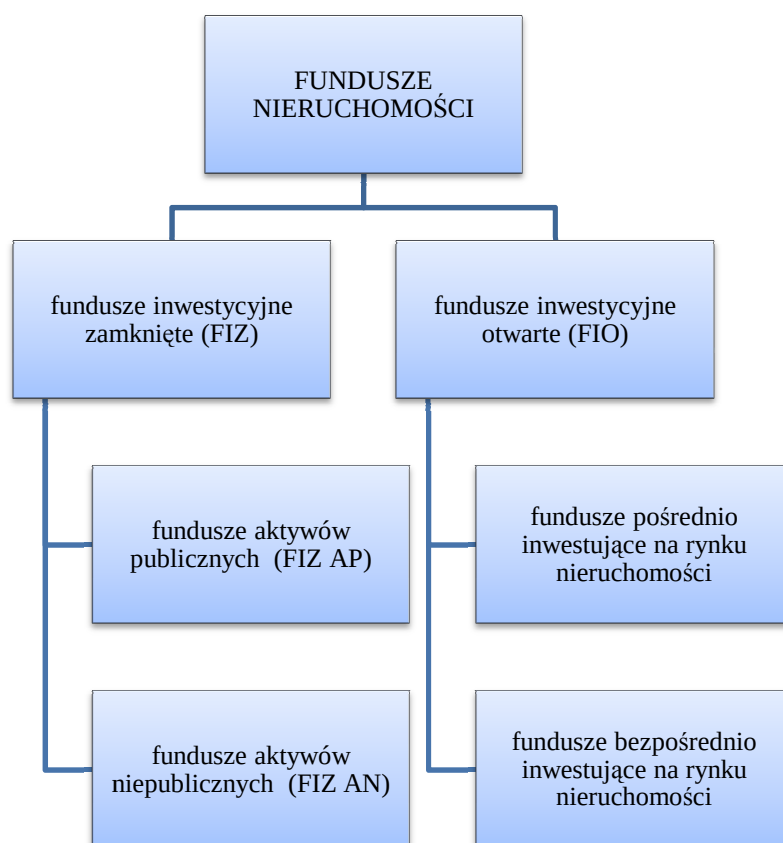
Zgodnie z obowiązującym w Polsce ustawodawstwem fundusze nieruchomości mogą inwestować w nieruchomości w sposób pośredni lub bezpośredni. Fundusze o konstrukcji otwartej (FIO, SFIO), jak już wcześniej zostało dokładnie omówione, mając najwęższe spektrum możliwych lokat, mogą jedynie pośrednio inwestować w nieruchomości poprzez nabywanie papierów wartościowych podmiotów związanych z rynkiem nieruchomości, m.in. spółek budowlanych czy też deweloperskich. Mimo, że mowa i w jednym i w drugim przypadku o „funduszach nieruchomości” to należy pamiętać, że portfele tych dwóch rodzajów funduszy różnią się od siebie zasadniczo rodzajem aktywów. W lokowaniu bezpośrednim są to nieruchomości, natomiast w lokowaniu pośrednim – instrumenty finansowe powiązane z sektorem nieruchomości, co zasadniczo różnicuje rodzaje ryzyka inwestycyjnego, które musi brać pod uwagę inwestor¹¹⁴.

¹¹² D.Krupa, *Fundusze inwestycyjne na rynku nieruchomości*, [w:], *Inwestowanie na rynku nieruchomości* E.Siemińska (red.), POLTEXT Sp. z o.o., Warszawa 2011.

¹¹³ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Analizy Online, Warszawa 2010, s.10.

¹¹⁴ D.Krupa, *Fundusze inwestycyjne na rynku nieruchomości*, [w:], *Inwestowanie na rynku nieruchomości* E.Siemińska (red.), op. cit., s. 12.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Fundusz może nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości.¹¹⁵ Ustawodawca określił także minimalną liczbę nieruchomości w portfelu funduszu. Liczba nabytych przez fundusz nieruchomości oraz użytkowania wieczystego nie może być zatem mniejsza niż cztery.



Rysunek 15. Rodzaje funduszy nieruchomości w Polsce (stan na czerwiec 2011r.)

Źródło: Opracowanie własne

Na budowę portfela nieruchomości fundusz ma przyznane ustawowo 24 miesiące od dnia rejestracji funduszu, a w przypadku funduszu aktywów niepublicznych termin ten wydłuża się do 36 miesięcy. Fundusz nie może przeznaczyć więcej niż 25 % wartości aktywów funduszu łącznie na nabycie praw do jednej nieruchomości oraz na inwestycje w tę

¹¹⁵ Ustawa o funduszach inwestycyjnych, Art. 148

nieruchomość¹¹⁶. Zgodnie z art. 149 ustawy fundusz inwestycyjny zamknięty może ustanawiać obciążenia na aktywach określonych w art. 147 ust. 1 i 2 o łącznej wysokości nieprzekraczającej 50 % wartości aktywów netto funduszu w chwili ustanowienia obciążenia, za zgodą depozytariusza i na warunkach określonych w statucie.

Dwie pierwsze próby uruchomienia w Polsce zamkniętych funduszy nieruchomości zakończyły się niepowodzeniem. Pierwszą próbę podjęło Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Skarbiec na początku 2002 r. Emisja certyfikatów Skarbiec-Nieruchomości I SFIZ zakończyła się jednak niepowodzeniem, gdyż nie zdołano zebrać minimalnej kwoty 30 mln zł. Na certyfikaty zapisało się 645 inwestorów, którzy wpłacili niecałe 20 mln zł. Fundusz miał inwestować przede wszystkim w grunty o przeznaczeniu budowlanym, a w następnej kolejności w budynki i lokale o przeznaczeniu gospodarczym, a także w akcje spółek - publicznych i niepublicznych - działających na rynku nieruchomości - zajmujących się ich obrotem i wynajmem oraz firm developerskich. Pod koniec 2003 roku utworzenia funduszu nieruchomości podjęło się drugie towarzystwo funduszy inwestycyjnych CA IB TFI (obecnie BPH TFI). CA IB FIZ Sektora Nieruchomości również nie zebrał minimalnej kwoty 160 mln zł w okresie subskrypcji (klienci detaliczni wpłacili ponad 80 mln zł), która umożliwiłaby rozpoczęcie działalności.¹¹⁷

BZ WBK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z sukcesem weszło na rynek nieruchomości wraz z debiutem funduszu Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, który istnieje od połowy 2004 r. Proces budowania portfela inwestycyjnego zakończył się latem 2007 r., a wartość aktywów netto Funduszu wzrosła od początku jego działalności do 29 lipca 2011 r. o prawie 54% do wielkości równej 522,2 mln zł. Fundusz kontroluje nieruchomości o łącznej wartości ponad 1,1 mld zł, a skład portfela stanowi: 13 nieruchomości komercyjnych, 2 inwestycje deweloperskie oraz 4 działki pod zabudowę mieszkaniową. Dnia 30 czerwca 2011 r. otwarto proces likwidacji portfela rynku nieruchomości zmierzający do sprzedaży nieruchomości kontrolowanych przez Fundusz.¹¹⁸

Polityka inwestycyjna funduszu Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ pozwala inwestować głównie w nieruchomości biurowe (minimum 50% Portfela Rynku

¹¹⁶ Pod pojęciem inwestycji rozumie się w tym przypadku budowę lub remont w rozumieniu ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. – Prawo budowlane (Dz. U. z 2003 r. Nr 207, poz. 2016, z późn. zm.11).

¹¹⁷ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Analizy Online, Warszawa 2010, s.10-12

¹¹⁸ Dane uzyskane na podstawie informacji zamieszczonych przez BZ WBK TFI S.A. w prospektach emisyjnych funduszy oraz na stronie internetowej <http://nieruchomosci.arka.pl/>

Nieruchomości), magazynowe i handlowe oraz brać udział w projektach mieszkaniowych. Te ostatnie mogą stanowić maksymalnie 25% Portfela Rynku Nieruchomości.

Pierwsze 3 lata istnienia funduszu przeznaczone były głównie na budowanie portfela nieruchomości. Od początku działalności wartość księgowa certyfikatów wzrosła o prawie 50% (wg wyceny na dzień 29 kwietnia 2011 roku).

W lipcu 2008 r. BZ WBK TFI S.A. stworzyło drugi fundusz rynku nieruchomości - Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ. Proces budowania portfela inwestycyjnego zakończył się latem 2011 r. Zgodnie z wyceną na 29 lipca 2011 r. wartość aktywów netto funduszu wyniosła 254,2 mln zł, a fundusz kontroluje nieruchomości o łącznej wartości ponad 490 mln zł, na które składają się 2 nieruchomości biurowe, 3 nieruchomości handlowe oraz 1 nieruchomość mieszkaniowa.¹¹⁹

Zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną fundusz inwestuje posiadane środki bezpośrednio na rynku nieruchomości, nabywając przede wszystkim:

- nieruchomości biurowe,
- nieruchomości handlowe,
- magazyny,
- projekty deweloperskie związane z budownictwem mieszkaniowym lub komercyjnym.

Portfel nieruchomości zostanie zbudowany zgodnie z następującymi zasadami:

- do 90% portfela rynku nieruchomości mogą stanowić nieruchomości biurowe i handlowe,
- pozostałe typy nieruchomości mogą w sumie stanowić maksymalnie 80% inwestycji,
- do 50% inwestycji mogą stanowić inwestycje deweloperskie, których celem będzie zbudowanie nieruchomości wymienionych wyżej typów.

W sumie fundusze nieruchomości zarządzane przez BZ WBK AIB TFI kontrolują niemal 1/3 tego rynku. Ważnymi graczami są jeszcze BPH TFI oraz Skarbiec TFI. Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ powstał pod koniec 2004 roku jako drugi fundusz nieruchomości na naszym rynku. W subskrypcji pozyskał ponad 89 mln zł aktywów. Fundusz ten inwestuje za pośrednictwem spółek celowych w segment budownictwa mieszkaniowego wyłącznie w Polsce. Został utworzony na 10 lat. Fundusz za pośrednictwem kilku spółek celowych realizuje (bądź zrealizował) 7 różnych projektów inwestycyjnych w segmencie budownictwa mieszkaniowego. Wśród nich znalazły się m.in. budynki i kompleksy

¹¹⁹ Dane uzyskane na podstawie informacji zamieszczonych przez BZ WBK TFI S.A. w prospektach emisyjnych funduszy oraz na stronie internetowej <http://nieruchomosci.arka.pl/>

mieszkaniowe w Warszawie, Krakowie, Szczecinie i Gdańsku. Efektem będących obecnie w realizacji projektów będzie budowa ponad 1 tys. lokali mieszkalnych i towarzyszącej im infrastrukturze. Termin zakończenia przewidziany jest na 2014 rok. Na koniec lutego 2010 roku aktywa funduszu były warte ponad 100 mln zł.

Trzecim funduszem nieruchomości, który został uruchomiony w III kw. 2005 r. był BPH Sektora Nieruchomości FIZ zarządzany przez BPH TFI. Fundusz zebrał 330,6 mln zł, ponad połowa pochodziła od inwestorów indywidualnych. Fundusz powstał na okres 8 lat, z możliwością wydłużenia bądź skrócenia czasu jego trwania o 2 lata. Fundusz inwestuje głównie w sektorze nieruchomości komercyjnych, zwłaszcza biurowych i handlowych. Wśród inwestycji funduszu znajdują się budynki biurowe w Warszawie (Viking House, Renaissance Tower, kompleks 4 budynków na Mokotowie), a także Centrum Handlowe "Okęcie" i trzy obiekty handlu detalicznego na Śląsku. Wartość portfela na koniec grudnia 2009 roku określono na kwotę 257 mln euro.¹²⁰

W połowie 2008 roku BPH TFI uruchomiło drugi fundusz nieruchomości BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ, który przyciągnął mniej inwestorów (zdołał zebrać 73 mln zł). W porównaniu do poprzedniego funduszu, portfel jest bardziej zdywersyfikowany, a czas jego trwania nie został określony. Fundusz koncentruje się na nieruchomościach biurowych, handlowych i magazynowych, jednak nie wyklucza inwestycji w inne obiekty, w tym hotelowe i mieszkaniowe. Do 30% aktywów może być ulokowana w nieruchomości zlokalizowane poza granicami Polski znajdujące się w krajach będących członkami Unii Europejskiej, w szczególności naszego regionu. Na koniec grudnia 2009 roku wartość portfela nieruchomości wynosiła 14,2 mln zł. Dotychczas jedyną inwestycją funduszu jest budynek biurowy w Warszawie nabyty w lipcu 2009 roku. Według ostatniego sprawozdania finansowego kolejny zakup inwestycyjny miał mieć miejsce w I kwartale 2010 roku, a przedmiotem zainteresowania był projekt deweloperski związany z budową obiektów magazynowo-biurowych.

Ostatnim i zarazem najmłodszym funduszem nieruchomości skierowanym do szerokiego grona inwestorów jest Opera Terra FIZ. W wyniku zakończonej emisji fundusz pozyskał zaledwie 4,5 mln zł.

W przypadku funduszy nieruchomości początkowe wyniki nie są zbyt dobre, co wiąże się z faktem, iż proces inwestycyjny znajduje się we wstępnej fazie realizacji, a aktywa lokowane są tymczasowo w papiery dłużne. Istotna poprawa wyników widoczna jest w

¹²⁰ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Analizy Online, Warszawa 2010, s.10

kolejnych latach inwestycji. Szczególnie rok 2007 przekonał o tym, iż długookresowe inwestycje w certyfikaty funduszy nieruchomości mogą być znakomitą lokatą. Trzy fundusze publiczne wtedy funkcjonujące osiągnęły stopy zwrotu rzędu 20-35%, które pozwoliły im na uplasowanie się wśród najbardziej zyskownych inwestycji tamtego roku. Arka osiągnęła drugi rezultat (zdystansował ją jedynie PKO/CS Akcji Małych i Średnich Spółek), Skarbiec był piąty, a BPH ósmy. Warto dodać, iż w gronie najlepszych inwestycji na rynku funduszy w ubiegłym roku znalazł się jeszcze jeden fundusz nieruchomości (niepubliczny) - CitiLiving Polska FIZ Aktywów Niepublicznych zarządzany przez Skarbiec TFI (31,85 proc.).¹²¹

Dzięki publicznemu charakterowi funduszu, istnieją dwie możliwości zbycia certyfikatów: czekanie do czasu zamknięcia i likwidacji funduszu albo zbycie certyfikatów na giełdzie. Trzeba jednak wziąć pod uwagę, iż płynność tych papierów jest symboliczna. Z wymienionych funduszy jedynie BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2 umożliwia wykup certyfikatów po cenie księgowej, ale dopiero od 2014 roku.

Poza publicznymi funduszami nieruchomości na naszym rynku funkcjonuje również kilka podmiotów, których certyfikaty inwestycyjne mają charakter niepubliczny i nie są notowane na rynku wtórnym. Fundusze te są adresowane do określonej grupy inwestorów prywatnych lub instytucjonalnych.

Trzy z nich utworzyło Skarbiec TFI. Skarbiec-Rynku Mieszkaniowego FIZ rozpoczął działalność w lutym 2006 r. Jego inwestycje koncentrują się na polskim rynku mieszkaniowym. Realizuje on inwestycje za pośrednictwem spółek celowych, które nabywają nieruchomości mieszkalne od deweloperów i później sprzedają je na rzecz osób fizycznych lub prawnych. Został on utworzony na czas określony – do końca 2009 roku, obecnie jest w fazie likwidacji. Fundusz City Living Polska FIZ Aktywów Niepublicznych, który został uruchomiony przez Skarbiec TFI we wrześniu 2006 r., był adresowany wyłącznie do inwestorów zagranicznych. Celem działania funduszu jest nabywanie za pośrednictwem spółek celowych mieszkań oraz ich wynajem. Zysk funduszu będzie realizowany dzięki wzrostowi wartości nabytych mieszkań oraz dzięki kwotom pochodzącym od najemców. Podczas pierwszej subskrypcji inwestorzy zainwestowali ponad 20 mln zł, a w drugiej blisko 10 mln zł. Ostatnim funduszem nieruchomości skierowanym do wybranych inwestorów jest ECI - Skarbiec Real Estate FIZ AN, który został utworzony pod koniec 2008 roku wspólnie z Europejskim Centrum Inwestycyjnym (ECI) SA.

¹²¹ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Analizy Online, Warszawa 2010, s.11

Istotnym celem funduszu, który został utworzony na 10 lat, jest specjalizacja w zagospodarowywaniu większych obszarów inwestycyjnych. Obecnie jego aktywa są wyceniane na blisko 210 mln zł.

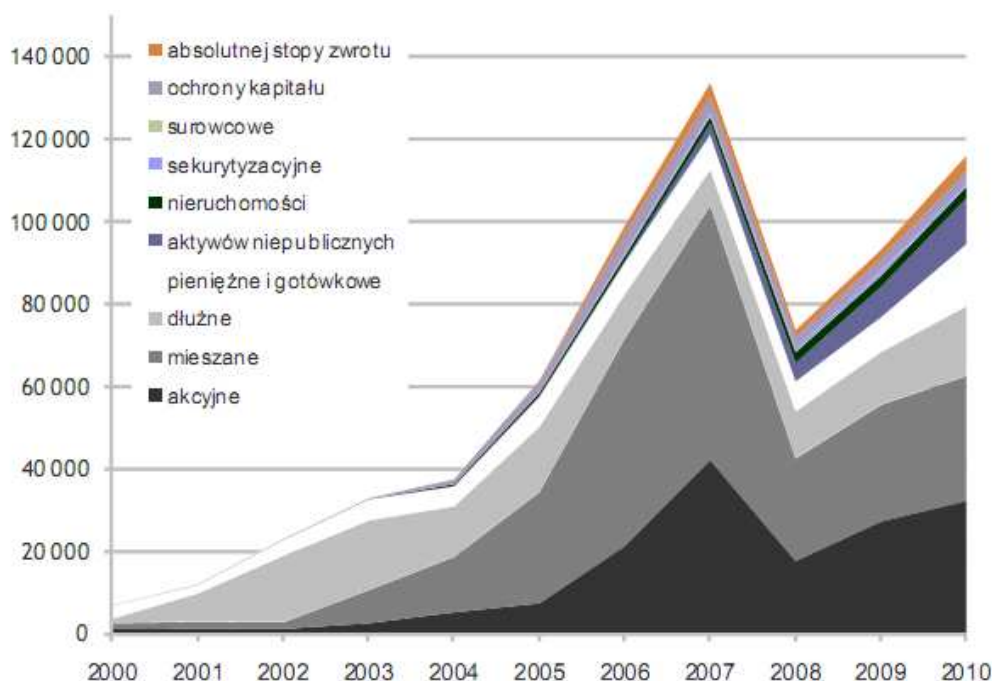
Dwoma funduszami nieruchomości o charakterze niepublicznym zarządza również Copernicus Capital TFI: Alfa Real Estate FIZ (jego certyfikaty objęła gdańska spółka Invest JWK Management) oraz FIZ Sektora Nieruchomości 2, zarządzające obecnie aktywami wartymi odpowiednio 248 mln zł i 143 mln zł. Podmioty te inwestują w udziały lub papiery wartościowe spółek niepublicznych, które jako spółki celowe lokują środki w aktywa nieruchomościowe. Na rynku działają jeszcze 3 fundusze nieruchomości o charakterze niepublicznym. Uczestnikami PZU FIZ Sektora Nieruchomości są PZU SA i PZU Życie SA, które to spółki wpłaciły do funduszu w połowie 2008 roku 300 mln zł. W listopadzie 2008 roku rozpoczął działalność Spatium Aktywów Niepublicznych II FIZ, a we wrześniu 2009 roku - FIZ Aktywów Niepublicznych Deweloperski Nieruchomości Komercyjnych SATUS. Ponieważ są to fundusze o charakterze niepublicznym, dostęp do informacji o nich jest bardzo ograniczony.

2.5. Rynek zamkniętych publicznych funduszy nieruchomości w Polsce

Aktywa funduszy inwestycyjnych w 2010 roku, w ramach poszczególnych segmentów rynku TFI, rosły w różnym tempie. Jednak z podobną sytuacją mieliśmy również do czynienia w przeszłości, kiedy to preferencje klientów w różnych okresach kształtowały się inaczej. 10 lat temu, w 2000 roku niemal połowa środków ulokowana była w funduszach pieniężnych, a aktywa całego rynku wynosiły zaledwie 7 mld PLN. Przez kolejne dwa lata najszybciej rosły aktywa funduszy dłużnych, dzięki czemu aż do końca 2005 roku miały one największy udział w rynku funduszy inwestycyjnych. Zapoczątkowana w 2003 roku hossą na warszawskiej GPW, przyczyniająca się do wzrostu opłacalności inwestycji bardziej agresywnych, skłoniła część inwestorów do przenoszenia środków w kierunku funduszy, które choć część aktywów lokują na rynku akcyjnym. Na początku głównym beneficjentem były fundusze mieszane stabilnego wzrostu, których aktywa w ciągu 2003 roku wzrosły aż 10-krotnie, zaś w kolejnych: zrównoważone, ochrony kapitału i wreszcie akcyjne.

122

¹²² Dane na podstawie raportów Analizy Online oraz IZFiA



Wykres 2. Aktywa podstawowych grup funduszy inwestycyjnych w latach 2000 - 2010 (w mln zł)

Źródło: IZFiA, TFI, obliczenia Analizy Online

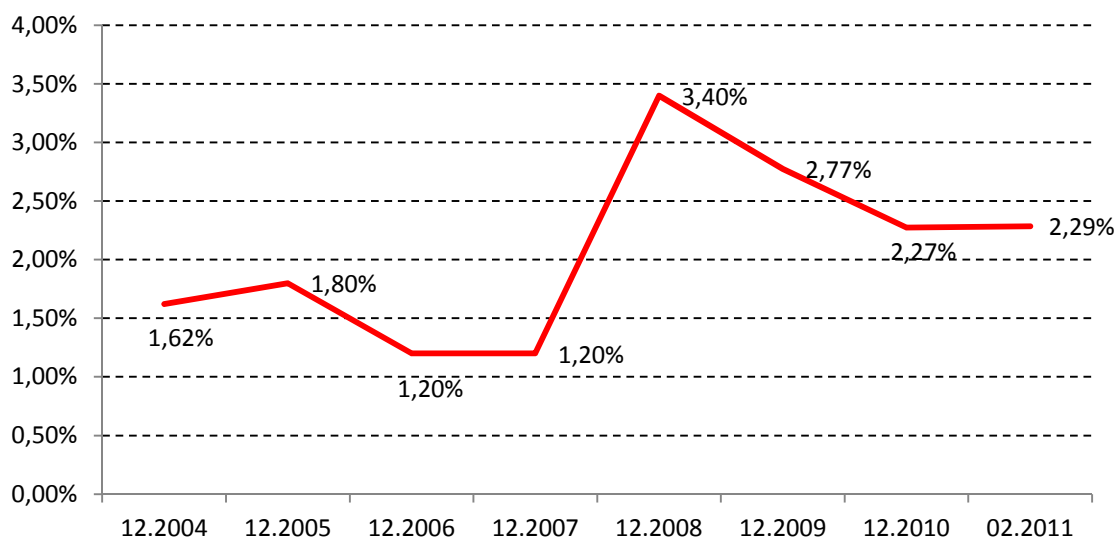
W 2008 roku tendencja uległa zmianie i to właśnie fundusze akcyjne w największym stopniu zmniejszyły swój udział w rynku. Już w styczniu odczuły one gwałtowne spadki cen akcji na giełdach oraz masowe odkupienia jednostek dokonywane przez klientów. W tym samym czasie zwiększył się natomiast udział w rynku funduszy bardziej bezpiecznych, czyli dłużnych oraz gotówkowych i rynku pieniężnego. Wraz z zapoczątkowaną w 2009 roku hossą, aktywa krajowych funduszy inwestycyjnych powróciły na ścieżkę dynamicznego wzrostu.

W ciągu dwóch ostatnich lat pozytywnej koniunktury na rynku akcji, w wyniku dość istotnych rozbieżności w zachowaniu się poszczególnych segmentów rynku, w strukturze aktywów zaszło również kilka istotnych zmian. Przede wszystkim swój wieloletni prym straciły fundusze mieszane, w wyniku czego pod koniec 2010 roku najistotniejszą kategorią funduszy zostały produkty akcyjne. Produktom tym powierzyliśmy łącznie 32,2 mld zł, czyli 27,6% zainwestowanych środków. Z kolei aktywa funduszy mieszanych, w okresie lat 2009-2010 wzrosły o prawie +22% do ponad 30,4 mld zł. Trzecią siłą na polskim rynku były tym razem fundusze dłużne, zarządzające aktywami na poziomie 16,7 mld zł (14,4%). Co ciekawe, podczas trwania giełdowych wzrostów z ostatnich dwóch lat, jednym z segmentów, którego aktywa rosły w najbardziej

dynamicznym tempie były fundusze o najniższym poziomie ryzyka, czyli pieniężne i gotówkowe. Wartość środków zgromadzona w tych produktach, rosła szczególnie szybko w 2010 roku, kiedy to zyskała blisko +76%, kończąc rok na poziomie 15,3 mld zł.

W 2010 roku, obok funduszy pieniężnych i gotówkowych, liderem pod względem wzrostu aktywów były także relatywnie nowe segmenty funduszowe na naszym rynku, czyli fundusze surowcowe (+108%) oraz absolutnej stopy zwrotu (+71%).

Fundusze nieruchomości charakteryzowały się w 2010 roku niewysoką dynamiką wzrostu wartości aktywów (+2,7%). W tym okresie zarejestrowano dwa nowe produkty: Investor Property FIZ AN oraz IPOPEMA Rynku Mieszkaniowego FIZ AN. Niewielki przyrost wartości aktywów przyczynił się do dalszego spadku udziału tej grupy produktów w rynku funduszy inwestycyjnych z 2,8% w 2009 do 2,3% na koniec 2010 roku. Na rynku działało wówczas łącznie 17 funduszy nieruchomości, a aktywa zgromadzone w tych, które publikują swoje dane (14 z nich) warte były 2,7 mld zł. Największymi środkami zarządzał Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ (0,5 mld zł).



Wykres 3. Udział aktywów funduszy nieruchomości w aktywach funduszy inwestycyjnych ogółem (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Analizy Online

Jak wynika z wykresu 3 i tabeli 13 udział funduszy nieruchomości w aktywach ogółem wszystkich funduszy inwestycyjnych w Polsce utrzymuje się na stosunkowo równym poziomie. W 2004 r. fundusze nieruchomości stanowiły 1,62% wartości rynku funduszy, a w lutym 2011 niewiele więcej, bo jedynie 2,29%. Można zatem wnioskować, że przy obecnej

formie prawnej, organizacyjnej i podatkowej, rynek funduszy w Polsce nie powinien zacząć dynamicznie się rozwijać. Nawet w momencie dekonjunktury na rynku nieruchomości, kiedy to fundusze powinny dokonywać zakupów nowych obiektów, polskie fundusze nie dysponowały wystarczającym kapitałem. Z kolei konstrukcja zamknięta funduszy powoduje, że nie wykorzystują one największych możliwości pozyskiwania kapitału, jakimi są drobni inwestorzy indywidualni.

Analizując wartość aktywów znajdujących się w posiadaniu funduszy nieruchomości, w latach 2004 – 2011 wzrosła ona z 600 mln zł do blisko 2,8 mld zł. W analogicznym okresie wartość aktywów ogółem funduszy wzrosła z ponad 37,5 mld zł do blisko 120 mld zł.

Tabela 13. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce, z uwzględnieniem funduszy nieruchomości (w mld zł)

	12.2004	12.2005	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	12.2010	02.2011
ogółem	37,53	61,28	99,16	133,8	73,89	93,4	115,61	119,17
nieruchomości	0,61	1,1	1,16	1,63	2,53	2,59	2,63	2,79

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Analizy Online

Wśród funduszy nieruchomości funkcjonujących na polskim rynku można wyróżnić trzy podstawowe ich grupy:

- FIZ aktywów publiczny,
- FIZ aktywów niepublicznych,
- FIO rynku nieruchomości.

Ze względu na charakter poszczególnych grup funduszy, szczegółowej analizie poddane zostały FIZ publiczne. Jedynie ta grupa funduszy jest najbardziej pod względem strategii inwestycyjnej i dostępności zbliżona do funduszy typu REIT.

Na koniec maja 2011 w Polsce było zarejestrowanych 6 funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów publicznych, inwestujących bezpośrednio w nieruchomości¹²³. Żaden z tych funduszy nie zakończył jeszcze swojej działalności, a zatem trudno jest ocenić ostateczną efektywność inwestowania w porównaniu do innych alternatywnych form dostępnych na polskim rynku kapitałowym. Analiza inwestycyjna z tego względu została ograniczona do:

- wartości i struktury aktywów,
- wartości i struktury portfela nieruchomości,
- dotychczasowej stopy zwrotu.

¹²³ Fundusze SKARBIEC – Rynku Nieruchomości FIZ oraz Opera Terra FIZ nie miały na dzień 30 maja 2011 roku w swoich portfelach bezpośrednich praw do żadnej nieruchomości, jednak ich polityka inwestycyjna zakłada takie inwestycje.

Tabela 14. FIZ Nieruchomości Aktywów Publicznych

Fundusze	TFI	Data utworzenia	Czas trwania	Planowany rok likwidacji	Wartość subskrypcji
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	BZ WBK TFI S.A	23.07.2004	8 lat (-/+ 2)	28.12.2012	339,5 mln zł
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ 2	BZ WBK TFI S.A	31.07.2008	7 lat (-2/+3,5)	28.12.2015	209,8 mln zł
BPH FIZ Sektora Nieruchomości	BPH TFI S.A.	05.08.2005	8 lat (-/+ 2)	29.12.2013	332 mln zł
BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2	BPH TFI S.A.	23.07.2008	nieoznaczony		74 mln
SKARBIEC-Rynku Nieruchomości FIZ	SKARBIEC TFI S.A.	29.10.2004	10 lat	15.10.2014	89 mln zł
Opera Terra FIZ	Opera TFI S.A.	01.09.2008	nieoznaczony		4,5 mln zł

Źródło: Analizy Online, Informacja publikowane na stronach www TFI (stan na 15 czerwca 2011)

Pierwszy z istniejących funduszy nieruchomości Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ powinien zakończyć swoją działalność już w grudniu 2012 roku. Ze względu na możliwość wydłużenia tego terminu o kolejne dwa lata prawdopodobne jest to, że zamknięcie zostanie przesunięte w czasie do końca roku 2014. Trudno zatem odpowiedzieć na pytanie jaki ostatecznie zostanie uzyskany wynik inwestycyjny, w postaci stopy zwrotu.

Tabela 15. Pozostałe fundusze rynku nieruchomości (stan na czerwiec 2011r.)

FIZ Nieruchomości Aktywów Niepublicznych
Citi Living Polska FIZ Aktywów Niepublicznych (Skarbiec)
SKARBIEC-Rynku Mieszkaniowego FIZ
FIZ Sektora Nieruchomości 2 (Copernicus Capital TFI)
ALFA Real Estate FIZ (Copernicus Capital TFI)
KBC Index Nieruchomości FIZ
KBC Index Nieruchomości II FIZ
KBC Index Światowych Nieruchomości FIZ
FIO Rynku Nieruchomości
Allianz FIO Subfundusz Allianz Budownictwo 2012
ING Parasol SFIO subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus
BPH FIO Nieruchomości Europy Wschodzącej (EUR)
UniFundusze FIO subfundusz UniSektor Nieruchomości: Nowa Europa
ING Parasol SFIO Subfundusz Środkowoeuropejski Średnich i Małych Spółek Plus
BPH FIO Nieruchomości Europy Wschodzącej

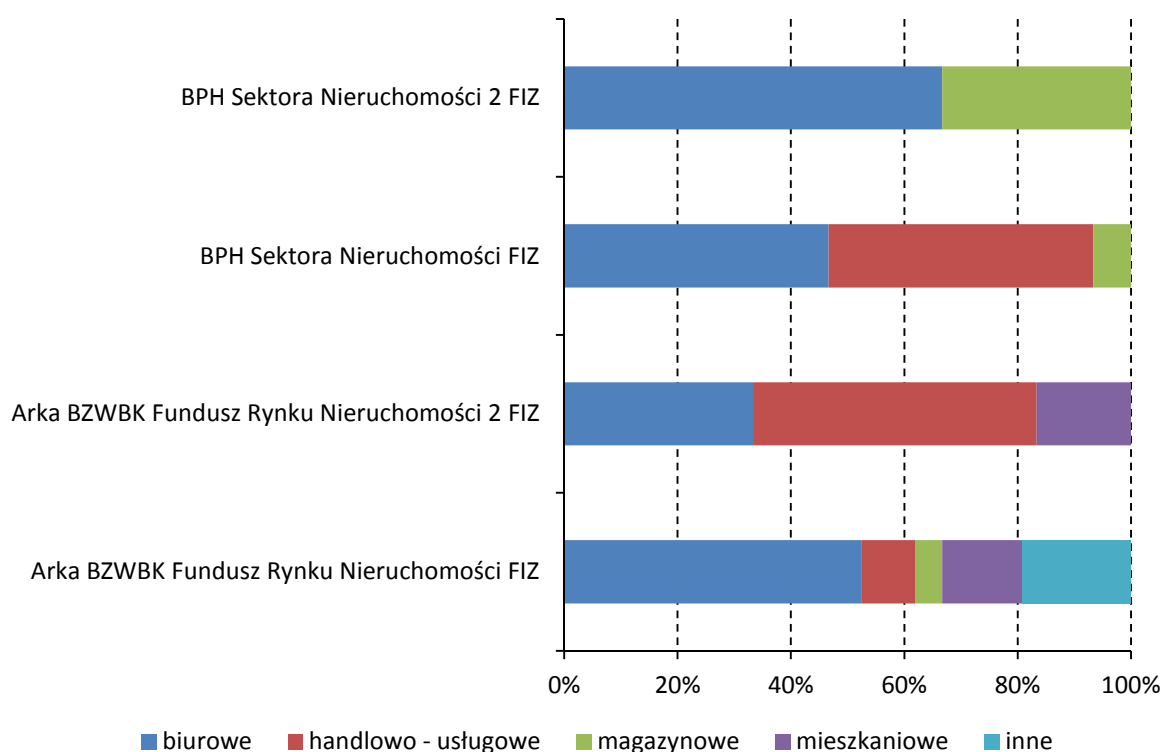
Źródło: Opracowanie własne

Polskie fundusze inwestujące w sposób bezpośredni na rynku nieruchomości tworzą swoje portfele obiektów bazując w większości na nieruchomościach komercyjnych, w szczególności:

- biurowych,
- handlowo – usługowych,
- magazynowych.

Nieruchomości komercyjne stanowią od 80% do 100% portfela nieruchomości. Pozostałe nieruchomości to projekty deweloperskie oraz tereny inwestycyjne.

Nie można w przypadku polskich funduszy nieruchomości mówić o jakiejkolwiek specjalizacji. Portfele budowane są w oparciu o zasady dywersyfikacji, w tym także dywersyfikacji rodzajowej. Nie występuje także na naszym rynku zjawisko uczestnictwa funduszy nieruchomości w takich sektorach rynku jak: obiekty zdrowotne, hotele, lasy i inne nieruchomości o przeznaczeniu specjalnym, niezwykle popularne np. w USA.



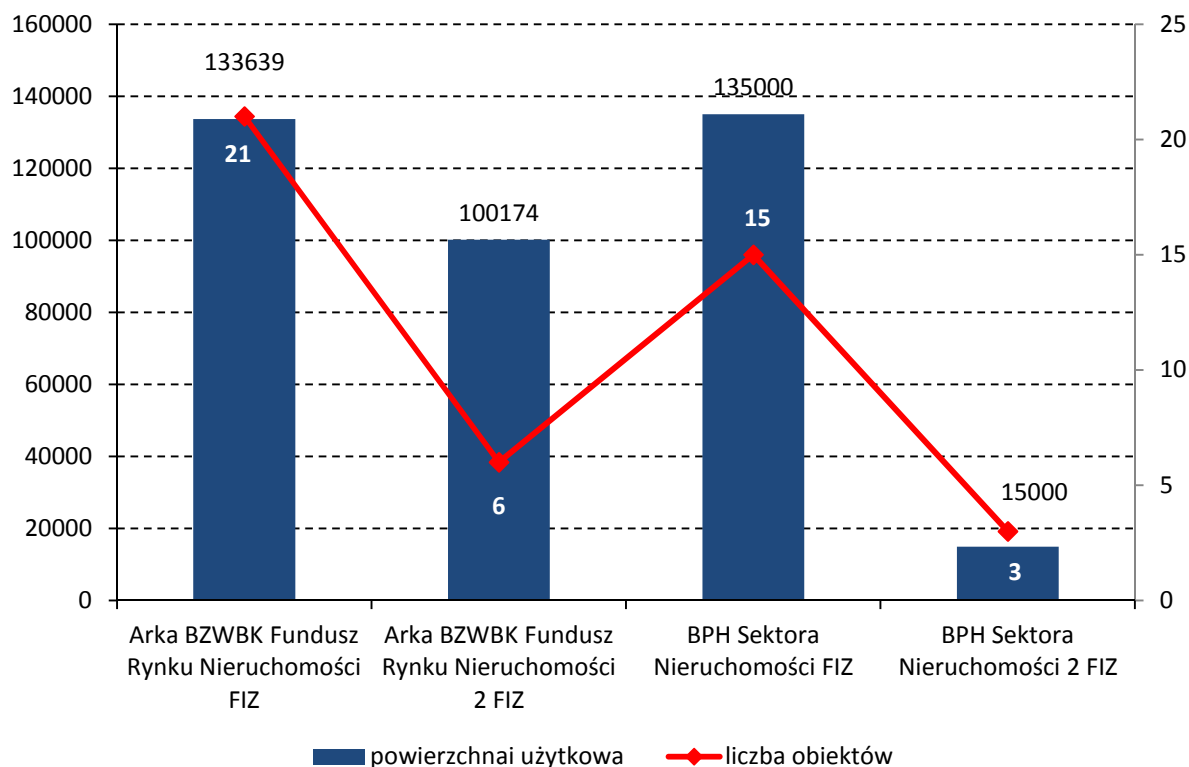
Wykres 4. Struktura portfela nieruchomości FIZ wg rodzaju nieruchomości

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Analizy Online, Informacja publikowane na stronach www TFI (stan na 15 czerwca 2011)

Najbardziej zróżnicowany portfel ma fundusz Arka BZWBK Rynku Nieruchomości FIZ. W skład portfela wchodzi 21 nieruchomości o różnym przeznaczeniu. Jest to też

najstarszy fundusz z istniejących i najdłużej budujący portfel. Drugim pod względem ilości obiektów w portfelu jest fundusz BPH Sektora Nieruchomości FIZ, który łącznie zarządza 15 nieruchomościami. Pod względem powierzchni użytkowej fundusz BPH dysponuje z kolei niewiele większą ilością dostępnej powierzchni.

W analizie portfela nie zostały uwzględnione dwa fundusze ponieważ na dzień przeprowadzania analizy nie dysponowały żadnymi nieruchomościami.



Wykres 5. Portfel nieruchomości FIZ Aktywów Publicznych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Analizy Online, informacje publikowane na stronach internetowych TFI
(stan na 15 czerwca 2011)

Pod względem wielkości aktywów zarządzanych przez fundusze nieruchomości TFI BZWBK oraz pierwszy fundusz nieruchomości TFI BPH. W sumie te trzy fundusze dysponują aktywami o wartości blisko 1,2 mld zł. Najgorsze wyniki ze względu na wartość zgromadzonych aktywów ma fundusz Opera Terra FIZ. Jest to ostatni uruchomiony fundusz na polskim rynku, któremu udało się pozyskać jedynie 4,5 mln zł z emisji certyfikatów inwestycyjnych. W związku z tak niewielkim kapitałem nie pozyskał on jak do tej pory żadnej nieruchomości.

Tabela 16. Wartość aktywów FIZ Nieruchomości Aktywów Publicznych

Fundusze	Aktywa ogółem (mln zł)	Akcje spółek polskich i zagranicznych	Papiery dłużne skarbowe	Papiery dłużne nieskarbowe	Pozostałe aktywa ¹²⁴
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	509,1	77,06%	1,76%	-	21,18%
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ 2	245,3	49,5%	24,73%	-	25,76%
BPH FIZ Sektora Nieruchomości	383,6	92,59%	-	-	7,41%
BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2	87,0	31,85%	-	-	68,15%
SKARBIEC-Rynku Nieruchomości FIZ	98,9	69,16%	11,56%	17,00%	2,28%
Opera Terra FIZ	4,6	25,42%	-	14,46%	60,12%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Analizy Online (stan na 31.12.2010)

Tabela 17. Stopy zwrotu z FIZ Nieruchomości Aktywów Publicznych

Fundusz	2005	2006	2007	2008	2009	2010	od początku działalności
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	2,6%	18,5%	34,7%	10,6%	-9,1%	-14,7	41,99%
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ 2	-	-	-	-	9,8%	-0,6%	15,83%
BPH FIZ Sektora Nieruchomości	-	1,8%	21,1%	7,3%	-8,6	-4,47%	16%
BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2	-	-	-	-	3,1%	10%	18,7%
SKARBIEC-Rynku Nieruchomości FIZ	2,7%	8,5%	29,2%	9,4%	-5,0%	-4,0%	41,3%
Opera Terra FIZ	-	-	-	-0,7%	32,8%	6,6%	36,1%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Analizy Online, IZFiA (stan na 14.06.2011)

Jak już było wspomniane wcześniej kompleksowa i wiarygodna ocena opłacalności inwestowania w polskie fundusze nieruchomości jest niemożliwa ze względu na okres trwania istniejących funduszy. Żaden z nich nie zakończył bowiem jeszcze swojej działalności. Nie jest też zatem zasadne porównywanie dotychczasowych wyników z wynikami innych instrumentów rynku kapitałowego, ponieważ wyniki te nie byłyby reprezentatywne.

¹²⁴ Depozyty, certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa, środki pieniężne i należności, instrumenty pochodne, waluty, nieruchomości i pozostałe

Fundusze inwestycyjne w Polsce mają stosunkowo niedługą historię sięgającą 1991 r., kiedy to ich funkcjonowanie zainicjowała z ustawa dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Podstawowym aktem prawnym regulującym zasady tworzenia oraz funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w obowiązującej formie jest ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.), zasadniczo znowelizowana przepisami, które weszły w życie w dniu 13 stycznia 2009 r. Dodatkowo regulacje dotyczące rynku polskiego, jako elementu rynku Unii Europejskiej, muszą odpowiadać wymogom unijnym. Analiza aktywów funduszy inwestycyjnych w Europie wykazała niewielki udział Polski w aktywach funduszy ogółem

Fundusze nieruchomości w Polsce są bardzo słabo rozwiniętym sektorem polskiego rynku kapitałowego, w tym także rynku funduszy inwestycyjnych, w ramach którego stanowią około 2,3% ogółu aktywów. Istniejący kształt funduszu nieruchomości, wprowadzony wspomnianą wyżej ustawą o funduszach inwestycyjnych, nie jest formą, którą można ocenić, jako odnoszącą sukcesy i cieszącą się zainteresowaniem inwestorów. Nawet w okresie najlepszej koniunktury na rynku nieruchomości w 2008 r., udział funduszy nieruchomości w rynku wynosił około 3,4% z kapitalizacją na poziomie 2,53 mld zł. Zatem znaczenie tego sektora w finansowaniu rynku nieruchomości jest bardzo ograniczone.

Powody braku zainteresowania inwestorów obecną na rynku ofertą funduszy nieruchomości mogą być różnorodne. Wydaje się, że oferta nie spełnia podstawowych oczekiwań inwestorów związanych z płynnością (struktura FIZ ma ograniczone możliwości obrotu swoimi udziałami), wysokimi barierami wejścia do funduszu (najczęściej minimalna kwota inwestycji to kilka tysięcy złotych) oraz niewielką przewidywalnością wyników inwestycyjnych (efekt krótkiej historii notowań).

Trudno jest ocenić wyniki działalności funduszy nieruchomości funkcjonujących na polskim rynku. Ze względu na swoją zamkniętą konstrukcję, ostateczne wskaźniki opłacalności inwestycyjnej zostaną wyznaczone po okresie działania funduszu. Żaden z nich nie zakończył bowiem jeszcze swojej działalności. Nie jest też zatem zasadne porównywanie dotychczasowych wyników z wynikami innych instrumentów rynku kapitałowego, ponieważ wyniki te nie mogą być reprezentatywne.

Rozdział 3

Działalność funduszy typu REITs w USA

3.1. Historia funkcjonowania REITs w USA

REITs jest rodzajem zamkniętego funduszu stworzonego po to, aby inwestować w nieruchomości, papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką lub w te dwa rodzaje aktywów jednocześnie¹²⁵. REITs można uznać za efektywną strukturę podatkową służącą finansowaniu i zarządzaniu nieruchomościami.

Koncept REITs w USA sięga połowy XIX w., kiedy pojawiły się duże zasoby kapitału i jednocześnie wzrost popytu na możliwości zainwestowania go w nieruchomości. W tym czasie w Bostonie, w stanie Massachusetts, został utworzony pierwszy fundusz „Massachusetts trust”, inwestujący w nieruchomości. Jednak współczesny amerykański rynek funduszy REITs powstał ponad 100 lat później, w momencie wejścia w życie ustawy regulującej ich działalność. 14 września 1960 r. Prezydent Eisenhower podpisał „REIT Act” będący częścią pakietu ustaw „Cigar Excise Tax Extension”. Amerykański Kongres utworzył REITs, aby umożliwić wszystkim inwestorom inwestowanie w duże dochodowe nieruchomości komercyjne. Dzień później – 15 września – została utworzona organizacja NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust¹²⁶), zrzeszająca fundusze i prowadząca bieżący monitoring rynku REITs w USA.

REITs zostały pierwotnie zdefiniowane jako: ”nie zarejestrowane przedsiębiorstwo z wieloma powiernikami, pełniącymi rolę zarządzających funduszem, oraz posiadające zbywalne udziały, przynoszące umowne korzyści”¹²⁷. Korzyściami oferowanymi przez REITs

¹²⁵ Porównaj z: S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, R.T. Garrigan, J.F.C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts. Structure, Analysis, and Strategy*, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York 1998, R.Imperiale, *Getting started in Real Estate Investment Trusts*, John Willey&Sons Inc., Hoboken, New Jersey 2006, M.Gordon, *The complete guide to Real Estate Investment Trusts*, Atlantic Publishing Group, Inc., Ocala, Florida 2008.

¹²⁶ NAREIT (the National Association of Real Estate Investment Trusts) – międzynarodowe stowarzyszenie zrzeszające i reprezentujące REITs oraz inne spółki nieruchomościowe w działające na terenie USA. Członkami stowarzyszenia są REITs oraz inne spółki akcyjne, które są właścicielami nieruchomości przynoszących dochód oraz inne spółki czy też osoby indywidualne, które stanowią warstwę doradczą, zarządczą oraz analityczną REITs.

¹²⁷ Oryginalnie w ustawie zapis ten brzmiał: “an unincorporated association with multiple trustees as managers and having transferable shares of beneficial interest”.

był ich uprzywilejowany status podatkowy, osiągany w sytuacji spełnienia szeregu warunków, w szczególności:

- roczna wypłat minimum 90% dochodów akcjonariuszom w formie dywidendy,
- posiadanie minimum 100 udziałowców, z których maksimum 5 mogło posiadać nie więcej niż 50% ogółu udziałów,
- bycie jedynie inwestorem na rynku nieruchomości,
- uzyskiwanie nie mniej niż 90% dochodów brutto z najmu nieruchomości, zysków ze sprzedaży nieruchomości lub udziałów w innych funduszach oraz innych źródeł związanych z nieruchomościami,
- generowanie minimum 75% dochodów brutto z nieruchomości, zysków ze sprzedaży nieruchomości lub udziałów w innych funduszach oraz innych źródeł związanych z nieruchomościami,
- posiadanie minimum 75% ogółu aktywów w formie nieruchomości, papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, gotówki lub obligacji skarbowych¹²⁸.

Jeżeli wymienione warunki nie były spełnione, REITs tracił swój uprzywilejowany status podatkowy. Ze względu na to, że REITs były utworzone jako pasywny instrument inwestycyjny, pierwotnie nie mogły także samodzielnie zarządzać swoimi nieruchomościami.

W latach 1960-1961 powstały pierwsze fundusze REITs: Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate (now Winthrop Realty Trust, NYSE: FUR), Pennsylvania REIT (NYSE: PEI) and Washington REIT (NYSE: WRE), z których trzy ostatnie funkcjonują do teraz.

Pierwsze lata funkcjonowania REITs charakteryzowały się bardzo małą dynamiką rozwoju tego sektora. Rozwijał się głównie rynek funduszy hipotecznych, gdyż źródłem finansowania nieruchomości były wtedy przede wszystkim kredyty hipoteczne. Według Richarda J. Elliota do końca 1965 r. powstało 65 REITs¹²⁹, co potwierdza Peter A. Schulkin zwracając uwagę na bardzo powolny wzrost wartości kapitalizacji rynku REITs w latach 1963-68¹³⁰.

W latach 1968 – 70 liczba REITs wzrosła z 61 do 161¹³¹. Dynamiczny rozwój REITs w tym okresie był spowodowany kilkoma podstawowymi czynnikami. Brak kapitału w

¹²⁸ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, s. 16.

¹²⁹ Więcej w: Elliot, Richard J., Jr., *The rewards and risks In Real Estate Investment Trusts*, Barrons National and Business Financial Weekly nr 30, 1965.

¹³⁰ Więcej: Schulkin, Peter A., *Real estate investment trusts*, Financial Analysts Journal nr 27, 1971.

¹³¹ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, s. 17.

sektorze firm budowlanych i deweloperskich (Construction&Development - C&D) spowodowany zmiennymi warunkami kredytowymi oraz rosnącym stopami procentowymi, zachęcał nowych inwestorów. Ze względu na ograniczone możliwości finansowania tej sfery ze strony banków czy też firm ubezpieczeniowych, skłoniło to do tworzenia publicznych REITs zaangażowanych w ten rodzaj projektów inwestycyjnych. Tradycyjne formy finansowania przedsięwzięć deweloperskich i budowlanych jak pożyczki hipoteczne czy kredyty C&D udzielane między innymi przez banki zostały znacznie ograniczone. REITs hipoteczne miały możliwości finansowania bardziej ryzykownych projektów deweloperskich, dzięki czemu stały się głównym instrumentem wykorzystywanym w tym celu przez banki. Najczęściej tworząc na potrzeby finansowania takich przedsięwzięć REITs, banki stawały się również organem doradczym. Mimo że większość REITs były to fundusze kapitałowe i hipoteczne, pojawił się też w tym czasie trzeci rodzaj - fundusze hybrydowe - łączące w sobie zarówno inwestycje bezpośrednie w nieruchomości jak i dłużne papiery zabezpieczone hipotecznie.

W czerwcu 1970 r. został utworzony pierwszy specjalistyczny fundusz REITs - Health Care Fund - zajmujący się nieruchomościami związanymi z szeroko pojętą opieką zdrowotną, tzw. Health Care REIT¹³². Było to wyraźnym sygnałem specjalizacji REITs, która postępowała w następnych latach. Początek lat 70-tych to także debiut pierwszego indeksu giełdowego NAREIT REIT Index pozwalającego porównywać stopy zwrotu i wyniki inwestycyjne REITs. Indeks ten usankcjonował po raz pierwszy podział REITs na: kapitałowe, hipoteczne i hybrydowe. Wprowadzenie indeksu było z kolei ważnym elementem procesu instytucjonalizacji rynku.

Boom inwestycyjny i budowlany w sektorze projektów deweloperskich oraz jednoczesny rozwój hipotecznych REITs specjalizujących się w finansowaniu tych projektów, doprowadził do nadpodaży na rynku nieruchomości. Jednocześnie rosnące stopy procentowe udzielanych kredytów i wzrost kosztów materiałów budowlanych to tylko niektóre z czynników, które spowodowały niewypłacalność deweloperów i szereg bankructw. Nietrafione inwestycje finansowane przez REITs były wynikiem zarówno warunków rynkowych, jak i błędnych decyzji ze strony kadry zarządzającej i doradczej. Dodatkowym utrudnieniem były zmieniające się standardy rachunkowe, nakładające na REITs wymóg

¹³² Wg danych NAREIT tzw. Healthcare REITs mają obecnie około 14% udziału w rynku REITs, w znaczący sposób finansując inwestycje w nieruchomości związane z opieką zdrowotną, jak szpitale, kliniki medyczne, budynki administracyjne, ośrodki uzależnień. Intensywny rozwój tego sektora REITs ma miejsce od 2006 r. W okresie 1997 – 2007 Healthcare REITs osiągnęły 13,38% stopę zwrotu, w okresie 5 – letnim 20,47% oraz 14,35% w okresie 3-letnim.

wyodrębniania ponoszonych kosztów zaciągniętych zobowiązań kredytowych, jak również przyszłych kosztów. Do początku 1975 r. kredyty zaciągnięte przez REITs w bankach sięgały 11 mld USD, co stanowiło ponad 50% wartości ogółu aktywów rynkowych REITs¹³³. Od końca 1973 r. do końca 1975 aktywa ogółem REITs zmniejszyły się o około 40%, wartość kapitału akcyjnego o 68% a wskaźnik zwrotu spadł o 60% w tym samym okresie¹³⁴.

Kryzys gospodarczy w latach 70-tych stanowił silny bodziec do wprowadzania nowelizacji w ustawodawstwie dotyczącym REITs¹³⁵. W 1974 r. weszła w życie pierwsza znacząca zmiana w opodatkowaniu. Kongres umożliwił funduszom zarządzanie przejmowanymi nieruchomościami przez okres 90 dni, bez groźby utraty uprzywilejowanego statusu podatkowego. Po tym okresie musiały przekazywać tę funkcję niezależnej firmie zewnętrznej. Do tego momentu REITs nie miały możliwości samodzielnego zarządzania swoimi nieruchomościami. Skutkiem dekonstrukcji na rynku była konieczność renegotjowania przez większość REITs umów kredytowych z bankami, sprzedaży nieruchomości w celu zredukowania zaciągniętego długu oraz podnoszenie jakości nieruchomości pozostających w portfelach funduszy.

W listopadzie 1976 r. Prezydent Ford podpisał w ramach tzw. reformy podatkowej 1976r. (Tax Reform Act 1976) pierwszy pakiet nowelizacji dotyczących REITs, które umożliwiały powstawanie REIT nie tylko jak to było do tej pory w formie funduszu ale także przedsiębiorstwa działające na podstawie prawa korporacyjnego. Niestety nie wszystkie zmiany były dla REITs w pełni satysfakcjonujące ze względu na problemy zadłużenia, które były w tym czasie powszechne. Nałożono obowiązek wypłaty nie 90% jak do tej pory, a 95% dochodów w formie dywidendy. Z drugiej strony zmiany te zapewniły większą elastyczność funduszy. Została wyeliminowana kara utraty statusu REIT w przypadku niespełnienia testów 75% i 90% dochodów. Ponadto REITs mogły notować przez osiem kolejnych lat stratę ze swojej działalności. Fundusze mogły także być właścicielami nieruchomości przeznaczonych w krótkim okresie na sprzedaż, pod warunkiem, że ciągle podstawową funkcją była funkcja inwestora, a nie pośrednika. Skutkiem wprowadzonych zmian była zmiana formy prawnej wielu funduszy z REITs na spółkę kapitałową.

¹³³ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, op. cit., s. 21.

¹³⁴ REIT Fact Book 1986, NAREIT.

¹³⁵ Czytaj więcej: R.T. Garrigan, J.F.C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts. Structure, Analysis, and Strategy*, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York 1998, s. 4-5, S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, s. 18-19.

Tabela 18. Wartość kapitalizacji rynku REITs w USA (w mln USD)

	Razem		kapitałowe		hipoteczne		hybrydowe	
	Liczba REIT	Kapitalizacja	Liczba REIT	Kapitalizacja	Liczba REIT	Kapitalizacja	Liczba REIT	Kapitalizacja
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11	728.9
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3	11	540.2
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8	12	231.7
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0	12	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6	13	482.8
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3	18	591.6
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19	496.4
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1	20	633.3
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19	846.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19	920.1
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16	1,093.8
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	19	1,460.0	14	1,328.7
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14	1,489.4
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4	13	1,241.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16	1,961.7
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19	1,782.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.8	21	1,672.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3	21	1,356.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3	24	1,596.4
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4	17	4,232.9
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	6,480.7	9	4,916.2
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	26	4,441.7	10	1,587.5
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	1,632.0	9	2,652.4
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,990.5	9	3,816.0
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7	3,519.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5	7	5,225.0
2004	193	307,894.7	153	275,291.0	33	25,964.3	7	6,639.4
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7	8	5,806.6
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	38	29,195.3	7	8,134.3
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	29	19,054.1	5	4,260.3
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	20	14,280.5	3	1,132.9
2009	142	271,199.2	115	248,355.2	23	22,103.2	4	740.8
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	27	30,387.2	--	--

Źródło: REIT Watch 2011, NAREIT

Po kryzysie w sektorze REITs przez ponad 10 lat fundusze w minimalnym stopniu stanowiły obszar zainteresowania inwestorów. Do 1982 r. inwestorzy postrzegali REITs jako znacząco niedoszacowane. W celu zwiększenia atrakcyjności względem alternatywnych form inwestowania wprowadzonych zostało kilka istotnych nowelizacji, będących częścią tzw. reformy podatkowej Tax Reform Act 1986. Znalazły się tam klauzule dotyczące samych nieruchomości, w szczególności zapobiegające wykorzystywaniu tzw. schronów podatkowych czyli *tax shelters* w celu unikania opodatkowania dochodów z innych źródeł niż przewidywało to dotychczasowe ustawodawstwo¹³⁶. Przede wszystkim REITs w pierwszym podatkowym roku działalności zostały zwolnione z zasady minimum 100 udziałowców oraz zasady 5/50. Zwiększyła się także elastyczność zarządcza REITs, poprzez umożliwienie samodzielnego zarządzania i doradztwa inwestycyjnego oraz zakładania spółek zależnych, mogących prowadzić działalność w zakresie usług związanych z obsługą nieruchomości. Te nowelizacje otworzyły dla REITs nowe możliwości pozyskiwania dochodów¹³⁷.

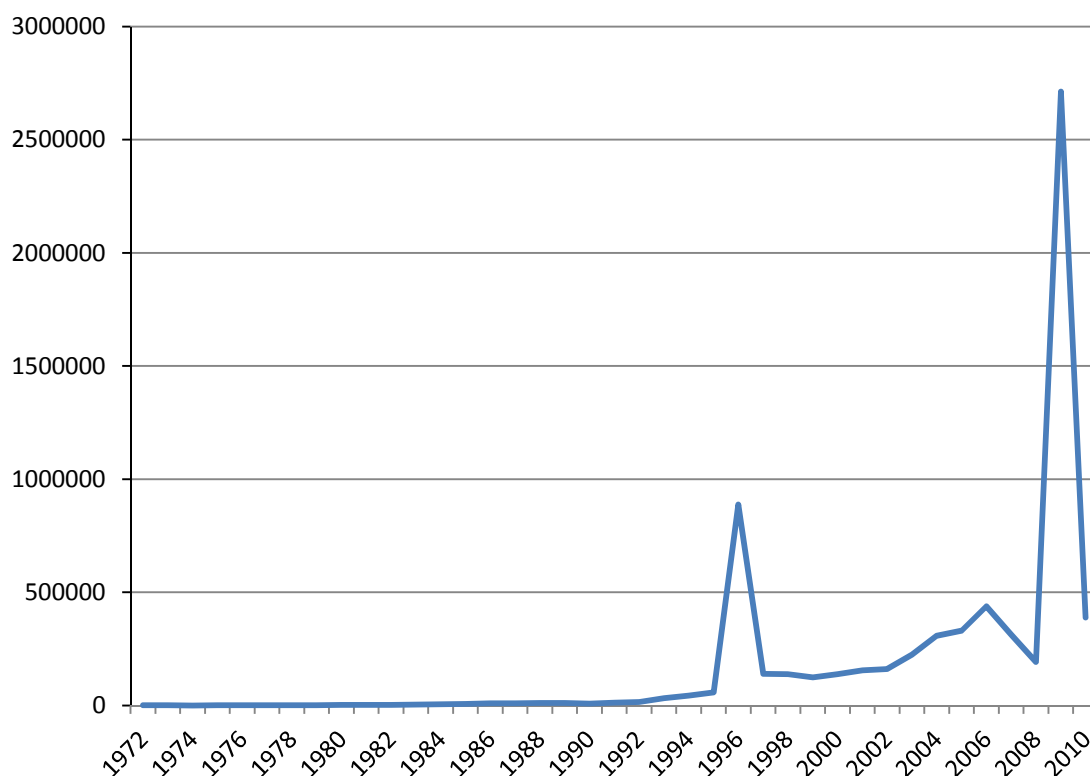
Lata 1989 – 1991 to okres recesji na rynku nieruchomości, będący skutkiem kryzysu gospodarczego. Nastąpił spadek cen i wyników inwestycyjnych REITs. Fundusze rozpoczęły poszukiwanie nowych źródeł pozyskiwania kapitału, korzystając z tzw. IPOs czyli pierwszych emisji publicznych. W listopadzie 1991 r. fundusz kapitałowy Kimco Realty Corporation (NYSE: KIM) zrealizował pierwszą publiczną sprzedaż udziałów zakończoną sukcesem. Zapoczątkowało to nową, współczesną erę REITs.

W latach 1990 – 1995 nastąpiło ponowne ożywienie rynku, o czym może świadczyć między innymi wartość kapitalizacji REITs, która wzrosła z 8,5 mld USD do 56 mln USD. W tym samym czasie aktywa ogółem wzrosły z 44 do 97 mld USD. Ogólna liczba funduszy publicznych wzrosła z 117 na koniec 1990 r. do 223 na koniec 1995 r. W tym czasie najbardziej popularnym rodzajem REITs były fundusze kapitałowe, których liczba wzrosła z 67 do 179. Z kolei liczba funduszy hipotecznych i mieszanych zmalała z 50 do 44. Wzrosła też średnia wartość kapitalizacji REITs. Przykładowo średnia kapitalizacja wszystkich publicznych REITs w 1990 r. wynosiła 72 mln USA, w 1995 r. już 252 mln USD, a w 2000 r. 726 mln USD. Wzrosło także znaczenie REIT kapitałowych, które w 1990 r. stanowiły 64% wszystkich funduszy, a w 2010 r. wartość ta wzrosła do ponad 92%¹³⁸.

¹³⁶ R.Imperiale, *Getting started in Real Estate Investment Trusts*, op. cit, s. 18-19.

¹³⁷ Porównaj: M.Gordon, *The complete guide to Real Estate Investment Trusts*, op.cit., s. 78-79.

¹³⁸ Ibidem, s. 82-83.



Wykres 6. Wartość kapitalizacji REITs w USA w latach 1972 – 2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT

W październiku 1991 r. NAREIT wprowadziło pojęcie FFO¹³⁹ (*funds from operations* – dochody z działalności operacyjnej), wskaźnika stosowanego do oceny funduszy inwestycyjnych nieruchomości typu trust w odróżnieniu od bardziej popularnego wskaźnika Aktywów Netto (NAV czyli *net asset value*). W 2003 r. Security and Exchange Commission (SEC) zezwoliła na używanie w ewidencji wskaźnika określającego poziom FFO na akację.

Istotny wpływ na rozwój REITs w latach 90-tych miało kilka zmian ustawodawczych. Pierwszą nowelizacją z sierpnia 1993 r. był pakiet ustaw podatkowych Omnibus Budget Reconciliation Act, w skład których wchodziła regulacja bezpośrednio dotycząca działalności REITs, a mianowicie zasada „Five Or Fewer”. Mówiła ona o tym, że 5 lub mniej

¹³⁹ FFO – Funds From Operation – wskaźnik dochodu z działalności operacyjnej, stosowany przez REITs; zastosowanie tradycyjnych metod oceny efektywności REIT z wykorzystaniem wskaźnika wielkości zysku na jedną akcję EPS (Earnings Per Share) bądź też wskaźnik ceny do zysku P/E (Price To Earnings Ratio) w przypadku funduszy REIT nie znajduje zastosowania; wartość zysku netto uwzględnia odpisy amortyzacyjne, które w przypadku nieruchomości mają olbrzymie (największe po stronie kosztów) wartości; nieruchomości mogą odnotowywać, w zależności od sytuacji gospodarczej, znaczne zmiany wartości, które pociągają za sobą zmiany wartości odpisów amortyzacyjnych zaburzających wyliczenia zysku netto; w związku z powyższym, w przypadku inwestycji w REIT korzysta się ze wskaźnika dochodów z działalności operacyjnej FFO (Funds From Operations) liczonego jako suma zysku netto oraz amortyzacji (która nie stanowi rzeczywistego wpływu gotówki), pomniejszona o przychody ze sprzedaży nieruchomości podlegających amortyzacji (Gains on Sales Of Depreciable Properties) i często wyrażanego w postaci stopy, tj. ilorazu ww. dochodów przez liczbę akcji (FFO Per Share Ratio).

akcjonariuszy nie może posiadać więcej niż 50% akcji funduszu. Stanowiło to istotną zmianę dla inwestorów instytucjonalnych, np. funduszy emerytalnych, które do tej pory traktowane były jak pojedynczy inwestor, a od tego momentu stanowią grupę inwestorów, spełniając warunki tzw. zasady transparentności (rozproszenia akcjonariatu). REITs dzięki temu skorzystały z kapitałów napływających od funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych, do tej pory były znacznie ograniczonych.

Drugą istotną zmianą była nowelizacja dotycząca działalności tzw. *umbrella partnership* REIT (tzw. UPREIT¹⁴⁰). UPREIT stanowią dwie jednostki: REIT oraz spółka operacyjna, tzw. OP (operating partnership), które emitują udziały. REITs emitują udziały na rynek publiczny, a zdobyty w ten sposób kapitał przeznaczają na zakup nowych nieruchomości oraz udziałów w OP (zazwyczaj posiada pakiet kontrolny). A zatem w strukturze typu UPREIT, REIT jest pośrednim właścicielem nieruchomości OP. W 1993 r. i 1994 r., odpowiednio 67% oraz 89% kapitału wszystkich nowo powstałych funduszy kapitałowych REITs zostało zebranych za pośrednictwem IPOs, stosujących właśnie mechanizm UPREIT.

Trzecią zmianą była rosnąca liczba specjalistycznych funduszy REITs, których portfele opierały się o konkretny rodzaj nieruchomości, jak mieszkaniowe, biurowe i magazynowe, handlowe, hotelowe, i inne. Większość REITs utworzonych w 1993 r. była wewnętrznie zarządzana, a kadre zarządczo – doradcą stanowili specjaliści w obrębie określonego segmentu rynku nieruchomości. Skutkowało to wzrostem efektywności i poprawą wyników inwestycyjnych funduszy.

Źródłem kolejnego pakietu ważnych dla REITs zmian były dwa akty prawne. Pierwszy, z sierpnia 1997 r., REIT Simplification Act (REITSA), będący częścią Taxpayer Relief Act oraz drugi, z grudnia 1999 r., REIT Modernization Act (RMA) jako część pakietu ustaw zwanych Ticket to Work and Work Incentives Improvement Act¹⁴¹. REITSA umożliwiła funduszom świadczenie swoim najemcom dodatkowych usług związanych z nieruchomościami, bez konsekwencji podatkowych. W październiku 1997 r. została dokonana jeszcze jedna zmiana w opodatkowaniu udziałowców nie będących rezydentami USA, pozwalająca na pobieranie jedynie 15 % podatku od dywidend. Skutkiem tego była możliwość łatwiejszego pozyskiwania międzynarodowych kapitałów.

¹⁴⁰ Więcej: G.Menna, *The UPREIT structure after two years: Where do we go from here?*, Washington D.C. 1998, NAREIT.

¹⁴¹ R.Imperiale, *Getting started in Real Estate Investment Trusts*, John Wiley&Sons Inc., Hoboken, New Jersey 2006, s. 24.

Tabela 19. Ewolucja ram prawnych funkcjonowania REITs

Real Estate Investment Trust Act 1960
- Roczna wypłaty minimum 90% dochodów udziałowcom; - Posiadanie minimum 100 udziałowców, z których maksimum 5 mogło posiadać maksimum 50% udziałów; - Bycie inwestorem, a nie pośrednikiem, na rynku nieruchomości, - Generowanie minimum 90% dochodów brutto z najmu lub odsetek, zysków ze sprzedaży nieruchomości lub udziałów w innych funduszach oraz innych źródeł związanych z nieruchomościami, - Generowanie minimum 75% dochodów brutto z nieruchomości, zysków ze sprzedaży nieruchomości lub udziałów w innych funduszach oraz innych źródeł związanych z nieruchomościami, - Posiadanie minimum 75% ogółu aktywów w formie nieruchomości, papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, gotówki lub obligacji skarbowych.¹⁴² - Brak możliwości samodzielnego zarządzania swoimi aktywami przez REITs.
Tax Reform Act 1976 (TRA 76)
- Zwiększenie wymaganej wielkości wypłacanych dywidend z minimum 90 do 95%, - Zniesienie utraty statusu REITs w przypadku niespełnienia 75% i 90% testu dochodów, - Modyfikacja zasad rachunkowych w zakresie strat i zysków kapitałowych, pozwalająca na utrzymywanie 8 lat strat z tego tytułu. - Możliwość posiadania przez REITs, z pewnymi ograniczeniami m.in. w zakresie liczby transakcji, nieruchomości na sprzedaż.
Tax Reform Act of 1986 (TRA 86)
- Zmiany w zakresie możliwych działalności REIT: umożliwiono samodzielne zarządzanie aktywami funduszu, bez konieczności angażowania firm zewnętrznych oraz oferowanie usług związanych z zarządzaniem nieruchomościami; - Zniesienie istnienia tzw. „tax shelters”, które do tej pory pozyskiwały kapitał od inwestorów bazujących na wielkości uzyskiwanych z nieruchomości strat.
Omnibus Budget Reconciliation Act 1993
- „Five Or Fewer” - modyfikacja zasady 5/50, traktującej od tego momentu inwestorów instytucjonalnych nie jako całość, a jako grupę inwestorów; - Modernizacja struktury UPREIT
REIT Simplification Act 1997
- Zniesienie szeregu wymogów, warunkujących skorzystanie przez REIT z uprzywilejowanej pozycji podatkowej. - Zniesienie podatku od udziałowców, otrzymujących zyski kapitałowe nie podlegające podziałowi; - Uchylono też przepis, z godnie z którym REITs nie mogły czerpać więcej niż 30 dochodów brutto ze sprzedaży aktywów krótkoterminowych.
REIT Modernization Act of 1999 (RMA)
- Przepisy zezwalające REIT na posiadanie do 100% udziałów w TRS (spółce córce) świadczącej usługi, m.in. najemcom REITs. - Zmieniono zasadę minimalnej wartości dochodów dystrybuowanych wśród udziałowców z 95 do 90%.

Zródło: opracowanie własne

RMA rozszerzył udogodnienia wprowadzone już przez REITSA i zezwolił na tworzenie przez REITs spółek zależnych, mogących świadczyć usługi dla najemców nieruchomości, należących do funduszy. Opodatkowanie takich spółek odbywałoby się na zasadach ogólnych (tzw. Taxable REITs Subsidiaries, TRS). Ponadto RMA przywrócił pierwotny wymóg dotyczący wartości dochodów podlegających dystrybucji zmieniając go z 95% do 90%. Zarówno REITSA jak i RMA miały na celu zwiększenie konkurencyjnej pozycji REITs, jako właściciela, jak i firmy świadczącej usługi na rynku nieruchomości.

¹⁴² S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, op.cit., s. 16.

W tym okresie pojawiły się widoczne oznaki globalizacji rynku REITs. NAREIT wprowadziła indeksy REIT on-line oraz pierwsze, dostępne dla wszystkich, indeksy sektorowe. Powstał także europejski odpowiednik NAREIT – EPRA (European Public Real Estate Organization) a wraz z nim pierwszy europejski indeks giełdowy. W październiku 2001 NAREIT, EPRA i EURONEXT tworzą Global Real Estate Index, a Standard&Poor's otworzył swoje indeksy dla REITs. Equity Office Properties Trust był pierwszym funduszem wchodzącym w skład S&P 500 Index. Pod koniec 2010 roku 14 REITs wchodziło w skład S&P 500 Index, 20 w S&P 400 Mid Cap Index a 27 w S&P 600 Small Cap Index. Kolejnym etapem globalizacji było utworzenie w czerwcu 2005 r. Asia Pacific Real Estate Association (APREA), azjatyckiego odpowiednika amerykańskiej NAREIT i europejskiej EPRA¹⁴³.

W październiku 2004 r. pakiet ustaw „American Job Creation Act” wyeliminował bariery istniejące do tej pory dla inwestorów zagranicznych. Ponadto wprowadzono kary pieniężne (a nie jak do tej pory utratę statusu REITs) za przekraczanie zasad ustawowych wyznaczających ramy działalności REITs. Zmniejszyło to istotnie ryzyko inwestowania w ten sektor. Z kolei REIT Investment and Diversification Act (RIDEA) z czerwca 2008 r. umożliwił REITs bardziej efektywne kupowanie i sprzedawanie aktywów, zwiększył rozmiary TRS (Taxable REIT Subsidiary) oraz umożliwił REITs inwestującym w nieruchomości związane opieką zdrowotną korzystanie z TRS na takich samych warunkach jak REITs specjalizujące się w inwestycjach hotelowych.

Zmiany w formie prawnej, organizacyjnej oraz opodatkowaniu, które zachodziły w sektorze REITs na przestrzeni ponad pół wieku miały zarówno pozytywny jak i negatywny wpływ na jego rozwój. Rosnąca specjalizacja REITs, zmiany w strukturze organizacyjnej i rosnąca atrakcyjność REITs wśród inwestorów instytucjonalnych miały wpływ na wzrost efektywności i zyskowności przeciętnego funduszu. Wysoki poziom transparentności i niższy poziom zadłużenia w porównaniu do prywatnego sektora rynku nieruchomości, powoduje, że REITs stały się idealnym instrumentem dla mniejszych inwestorów. Pomimo ewolucji jaką przeszły od lat 60-tych, podstawowa funkcja pozostała niezmienna. Z jednej strony popyt na prawie nieograniczone zasoby publicznego kapitału inwestycyjnego, z drugiej poszukiwanie przez zarówno mniejszych - indywidualnych, jak i większych – instytucjonalnych, inwestorów płynnej i stabilnej formy inwestowania na rynku nieruchomości, to główne przesłanki sukcesu uprzywilejowanego podatkowo instrumentu jakim są REITs.

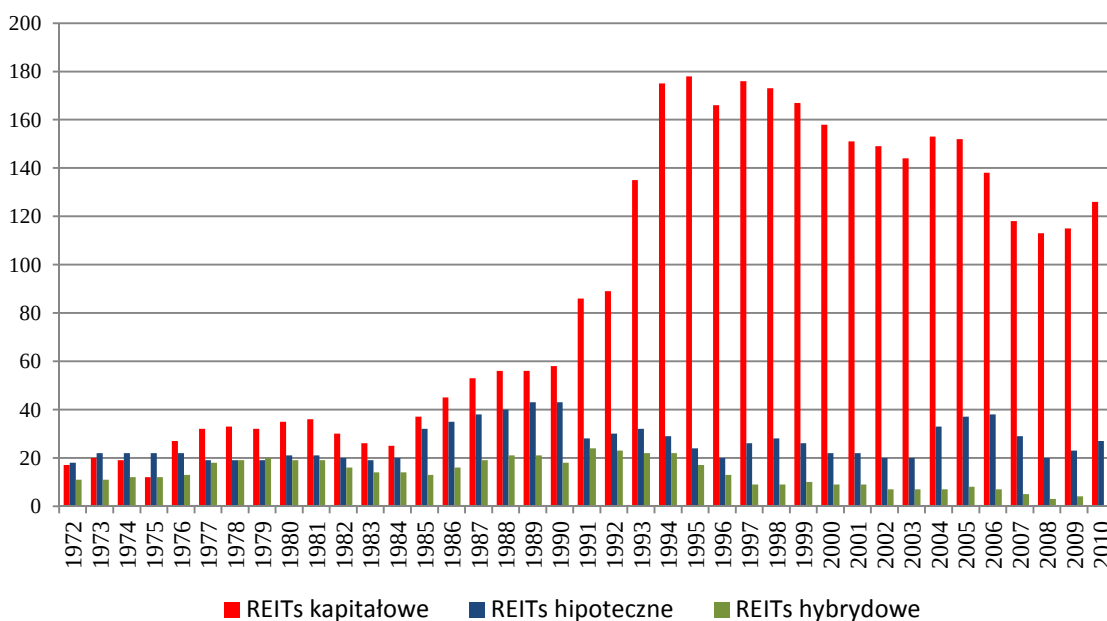
¹⁴³ REIT Industry Timeline: Celebrating 50-th Anniversary of REITs, NAREIT 2010.

3.2. Rodzaje REITs

Ze względu na przedmiot inwestowania wyróżnia się 3 rodzaje funduszy REITs:

- kapitałowe,
- hipoteczne,
- hybrydowe (mieszane)¹⁴⁴.

Fundusze kapitałowe są przede wszystkim właścicielem i podmiotem zarządzającym nieruchomościami generującymi dochód. Tworzą swój portfel inwestycyjny w oparciu o różne rodzaje obiektów. Ten rodzaj funduszy najbardziej ewoluował spośród wszystkich trzech, wykorzystując możliwości tworzone przez zmieniające się przepisy. Z przedsiębiorstwa, które mogło jedynie być biernym właścicielem, pobierającym pożytki z posiadanych nieruchomości, stały się wyspecjalizowanymi funduszami, zarządzającymi i obsługującymi posiadane w portfelach nieruchomości.



Wykres 7. Kapitalizacja poszczególnych rodzajów REITs w USA w latach 1972-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT

Fundusze hipoteczne nabywają w sposób pośredni lub bezpośredni wierzytelności zabezpieczone hipoteką. Fundusze hybrydowe (mieszane) natomiast są połączeniem dwóch

¹⁴⁴ NAREIT.

pierwszych rodzajów. W roku 2009 i 2010 nie istniał w USA żaden fundusz mający konstrukcję funduszu mieszanego.

W początkowej fazie działalności REITs w USA dominowały tzw. mortgage REITs (fundusze hipoteczne), które finansowały nieruchomości poprzez inwestowanie w dłużne papiery zabezpieczone hipoteką. Zainteresowanie equity REITs, które zarówno są właścicielami, jak i zarządzają nieruchomościami komercyjnymi, było ograniczone ze względu na wymóg oddzielenia funkcji właściciela i zarządzającego majątkiem funduszu. Ograniczenia te zostały zniesione ustawą z 1986 roku 'Tax Reform Act'. Wspomniany akt prawny pozwolił na to, aby REITs były jednocześnie właścicielem i zarządzającym posiadanymi nieruchomościami, co równocześnie stało się źródłem intensywnego rozwoju equity REITs w połowie lat 90-tych.

Na koniec 2010 r. ponad 83% spośród 144 REITs publicznych w USA stanowiły fundusze kapitałowe, które jednocześnie były właścicielami i zarządzającymi nieruchomościami komercyjnymi tworzącymi portfel funduszu.

Fundusze REIT można także podzielić według kryterium dostępności dla inwestorów, na:

- Publicly traded REITs – publiczne,
- Non-Exchange traded REITs – niepubliczne,
- Private REITs – prywatne¹⁴⁵.

Długość okresu działalności publicznych funduszy REITs jest relatywnie mała. Wg S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang (2004) z 293 badanych w okresie 1962 – 2000 funduszy, które powstały i zostały zamknięte, średnia długość funkcjonowania to około 8 lat (3081 dni).

Tabela 20. Długość okresu działalności publicznych REITs

	kapitałowe	hipoteczne	mieszane	wszystkie
Średnia liczna dni	2 854	3 696	2 701	3 081
Maksymalny czas trwania (w dniach)	10 426	9 773	10 040	10 426
Minimalny czas trwania (w dniach)	343	201	265	201

Źródło: S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang: „Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities”, Oxford University Press, New York 2003, s.46

¹⁴⁵ NAREIT.

Udziały publicznych REITs są wyceniane dziennie, jak inne akcje spółek giełdowych. Do wyceny brane są pod uwagę następujące kryteria:

- prognozowany wzrost przychodów na udział,
- prognozowana stopa zwrotu, szacowana na podstawie spodziewanej zmiany ceny i aktualnego poziomu dywidendy,
- wartość wypłacanych dywidend w stosunku do FFO,
- struktura organizacyjna i poziom zarządzania,
- wartość aktywów podstawowych, tj. nieruchomości i wierzytelności hipotecznych¹⁴⁶.

Tabela 21. Porównanie Public, Non-Exchange Traded oraz Private REITs

	Publicly Traded REIT	Non-Exchange Traded REIT	Private REIT
Forma funduszu	Zarejestrowane w SEC (Securities and Exchange Commission); notowane na giełdzie	Zarejestrowane w SEC nie notowane na giełdzie	Nie zarejestrowane w SEC; nie notowane na giełdzie
Płynność	Obrót udziałami na giełdzie papierów wartościowych	Brak obrotu udziałami na giełdzie. Odkupienie udziałów ograniczone i możliwe na warunkach i w terminie wyznaczonym przez firmę zarządzającą.	
Koszty transakcyjne	Typowe dla innych papierów wartościowych firm notowanych na giełdzie (ok. 20-150 USD za transakcję).	Najczęściej 10-15% wartości transakcji.	Różne w zależności od firmy.
Zarządzanie	Wewnętrzne zarządzanie przez fundusz.	Zewnętrzne zarządzanie i doradztwo.	
Min. wartość inwestycji	Jeden udział	Średnio 1.000 – 2.500 USD	Średnio 1.000 – 25.000 USD
Niezależni dyrektorzy	Większość dyrektorów niezależna od zarządu.	Regulowana przez NASAA – większość dyrektorów niezależna od zarządu.	Brak regulacji.
Kontrola inwestorska	Inwestorzy zatwierdzają zarząd		
Zarządzanie korporacyjne	W zależności od giełdy.	Reguluje NASAA	Brak regulacji.
Sprawozdawczość	Wymaganie sprawozdań finansowych kwartalnych i rocznych wraz raportami dla SEC.	Wymaganie przekazywania sprawozdań finansowych do SEC.	Brak regulacji.

Źródło: NAREIT, 2011

¹⁴⁶ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang: „Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities”, op. cit, s.176-180.

O rozwoju rynku REITs świadczą także liczne indeksy pozwalające na porównywanie wyników działalności funduszy. Wśród istniejących indeksów najliczniejszą grupę stanowią te publikowane przez NAREIT:

- NAREIT Index – indeks wszystkich publicznych REITs,
- NAREIT Equity Index – indeks publicznych REITs kapitałowych,
- NAREIT 50 Index – indeks 50 największych publicznych REITs, najbardziej potrzebny inwestorom instytucjonalnym, którzy wybierają w większości największe fundusze,
- NAREIT Mortgage Index – indeks wszystkich publicznych REITs hipotecznych¹⁴⁷.

Tabela 22. Charakterystyka GPR 250 REIT Index (stan na dzień 31.12.2010)

Liczba firm objętych badaniem	182
Kapitalizacja (wartość) akcji w obiegu (mln USD)	494,879
Średnia (mln USD)	2,719
Największa (mln USD)	25,833
Najmniejsza (mln USD)	70
Mediana (wartość środkowa) (mln USD)	1,522
Udział największej firmy	5.23 %
Udział 10 największych firm	29.41 %

Źródło: Opracowanie własne, na podstawie danych NAREIT

Ponadto wyniki funduszy typu REIT obrazuje indeks GPR 250 REIT Index. GPR 250 REIT Index jest częścią składową GPR 250 Index. Uwzględnia największe i najbardziej płynne firmy mające strukturę typu REITs na całym świecie, stanowi jednocześnie odzwierciedlenie sytuacji na globalnym rynku REITs. Dane analizowane są każdego dnia od 31.12.1989 r.

¹⁴⁷ R.Imperiale, op.cit., s. 36

Tabela 23. Porównanie indeksów giełdowych w latach 1972 - 2011

	FTSE NAREIT		S&P 500	Russell 2000	NASDAQ Composite	Dow Jones Industrial Average
	wszystkie	kapitałowe				
2011	6,8	7,5	5,92	7,94	4,83	6,41
1-rok	24,34	25,02	15,65	25,79	15,98	13,48
3-lata	3	2,63	2,35	8,57	6,86	0,15
5-lat	1,06	1,7	2,62	3,35	3,52	2,09
10-lat	10,94	11,52	3,29	7,87	4,22	2,23
15 lat	10,2	10,91	6,8	7,83	6,37	5,41
20-lat	10,75	11,43	8,72	9,82	9,16	7,47
25-lat	8,81	10,18	9,61	8,86	8,35	7,95
30-lat	10,17	11,94	10,88	10,03	8,99	8,72
35-lat	11,77	13,63	10,92	NA	10,28	7,44
1972-2011	9,65	12,17	10,15	NA	8,5	6,92

Źródło: NAREIT

Dokonując porównania wartości indeksów związanych z rynkiem REITs i innych podstawowych indeksów giełdowych, m.in. S&P 500, Russel 2000, NASDAQ, Dow Jones Industrial Average w latach 1972 – 2011, fundusze kapitałowe REITs osiągnęły najlepsze wyniki inwestycyjne ze stopą zwrotu 12,17%. Świadczy to o atrakcyjności REITs i ich dużej konkurencyjności w stosunku do alternatywnych form alokacji kapitału.

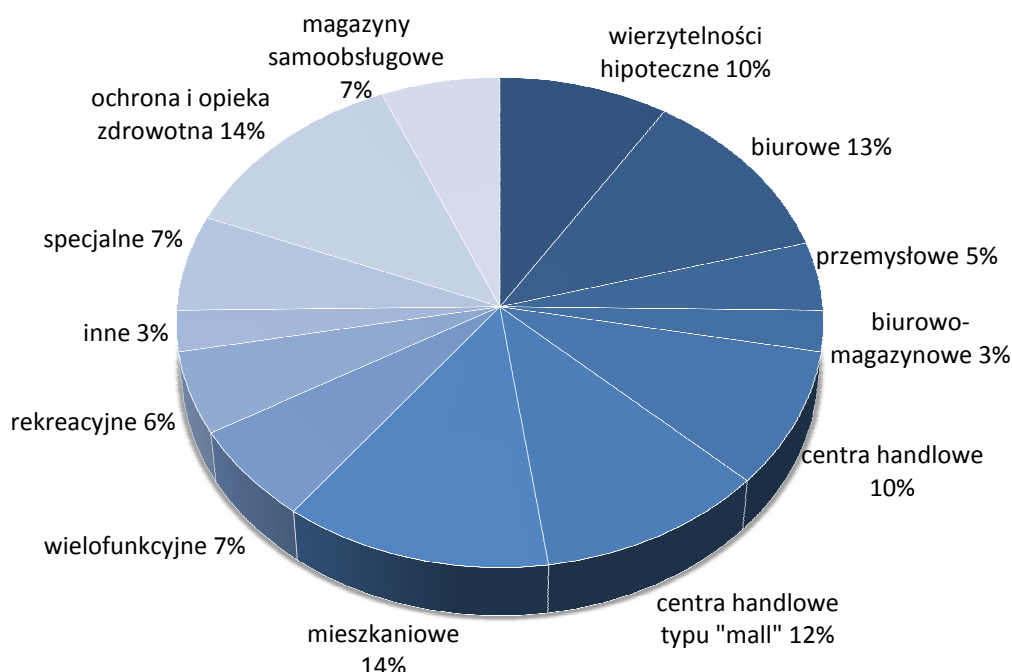
3.3. Portfel inwestycyjny REITs

Sukces REITs w USA opiera się w dużej mierze na możliwościach zróżnicowania rodzajów nieruchomości, które mogą znajdować się w portfelu inwestycyjnym. REIT inwestują w różne rodzaje nieruchomości, w szczególności nieruchomości mieszkaniowe, nieruchomości biurowe, centra handlowe, wielkopowierzchniowe „malls” handlowe, centra logistyczne, parki przemysłowe, nieruchomości rekreacyjne, nieruchomości związane ze służbą i ochroną zdrowia, złoża zasobów naturalnych, lasy¹⁴⁸. Udział poszczególnych rodzajów nieruchomości w portfelach REITs został przedstawiony na rysunku 16.

Do początku lat 90-tych. istniało przekonanie, że REIT powinno być instrumentem, który jest zdywersyfikowany zarówno pod względem lokalizacji jak i typu nieruchomości w

¹⁴⁸ Investors guide to REITs, NAREIT

celu osiągania stałych strumieni przychodów w zmieniających się warunkach rynkowych. Pogląd ten jednak zmieniał się upływem czasu.



Rysunek 16. Udział poszczególnych rodzajów nieruchomości w aktywach ogółem REITs (stan na 31.12.2010)

Źródło: Investors guide to REITs, NAREIT

Ważnym aspektem specjalizacji jest ryzyko znacznych wahań w strumieniu dochodów napływających do REIT. Inwestorzy zainteresowani funduszem mogą czuć się zniechęceni w momencie kiedy REIT osiąga gorsze niż średnia dla całego sektora wyniki inwestycyjne. Z drugiej strony w momencie wyników znacznie przewyższających średnią pozycja konkurencyjna wyspecjalizowanego REITs jest zdecydowanie wyższa. Jednakże wahania i wyniki inwestycyjne uzależnione są od zarządzających i doradców. To on nich zależy do jakiego stopnia można ryzykować znaczne zmiany wyników działalności, co jeszcze nie zniechęci potencjalnych inwestorów.

Tabela 24. Wady i zalety specjalizacji REIT

Zalety specjalizacji	Wady specjalizacji
- lepsza znajomość specyfiki określonego sektora rynku, - redukcja liczby rynków, które powinien analizować fundusz, - pozwala na wypracowanie lepszego poziomu wiedzy na temat funduszu zarówno ze strony inwestorów jak i managerów, - zwalnia inwestorów i managerów z konieczności bycia ekspertami odnośnie wszystkich rodzajów nieruchomości, - pozwala uniknąć wyższych kosztów zarządzania, jak to jest w przypadku wielu rynków.	- niewystarczający poziom redukcji ryzyka inwestycyjnego, - nie pozwala na lepszą dywersyfikację nieruchomości w portfelu, - nie oferuje klientom różnorodnych lokalizacji w celu zaspokojenia ich potrzeb, - większa wrażliwość na zachowania rynków regionalnych, - możliwość większych wahań w strumieniu dochodów.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang: „Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities”, Oxford University Press, New York 2003

Ponadto niestabilne strumienie dochodów i strategia specjalizacji funduszu mogą także doprowadzić do istotnego wzrostu kosztów finansowych. Jest to szczególnie zauważalne w przypadku funduszy utrzymujących wysoki wskaźnik dźwigni finansowej. Jeżeli poziom zadłużenia REITs jest wysoki, występują znaczne wahania strumienia dochodów można ocenić prawdopodobieństwo bankructwa na również wysokie.

REITs, które bazują na dywersyfikacji mają wyższe koszty operacyjne. Z drugiej strony wyższy poziom dochodów w wyniku dywersyfikacji może częściowo zneutralizować wysokie koszty. Biorąc po uwagę te dwa czynniki, efekt końcowy działalności może być zbliżony w przypadku funduszy zdywersyfikowanych i wyspecjalizowanych.

Istotnym czynnikiem przy wyborze strategii jest także efekt korelacji pomiędzy wynikami inwestycyjnymi wyspecjalizowanego funduszu, a sytuacją rynkową określonego segmentu nieruchomości.

Wyniki działalności inwestycyjnej REITs w zależności od sektora nieruchomości, w które inwestują przedstawia tabela 25.

**Tabela 25. Wyniki działalności inwestycyjnej REITs
(stan na 30.04.2010)**

Wyniki działalności inwestycyjnej REITs (stan na 30.04.2010)						
Sektor nieruchomości	Stopa zwrotu (%)			Poziom dywidendy	Liczba REITs	Kapitalizacja
	2010	04.10	Zmiana			
Indeks FTSE NAREIT All Equity REITs	27,95	5,11	13,00	3,29	120	411 555 813
Biura / przemysł	17,04	5,75	14,77	3,32	30	81 670 675
przemysł	18,89	2,33	13,77	3,11	8	20 277 722
biura	18,41	6,87	15,01	3,14	17	51 713 235
wielofunkcyjne	8,75	7,38	15,66	4,79	5	9 679 718
Handel	33,41	6,55	11,36	3,17	27	106 431 461
centra handlowe	30,78	6,36	9,50	3,40	16	34 966 228
malls	34,64	7,15	13,90	2,73	7	64 042 750
inne	37,37	2,95	1,79	5,45	4	7 422 482
Mieszkania	46,01	6,53	13,76	2,80	18	63 480 644
mieszkania	47,04	6,59	13,91	2,75	15	60 680 076
domy	27,02	5,45	10,61	3,88	3	2 800 568
Zdywersyfikowane	23,75	6,91	14,63	3,60	13	34 249 908
Rekreacyjne	42,77	3,09	2,54	1,57	11	24 761 687
Zdrowotne	19,20	3,46	11,04	4,95	13	50 608 297
Magazyny samoobsługowe	29,29	6,03	17,73	2,79	4	24 121 808
Leśne	4,31	-2,49	21,50	3,24	4	26 231 333
Indeks FTSE NAREIT Mortgage REITs	22,60	1,83	3,50	13,00	24	40 477 552
Finansowanie nieruchomości mieszkaniowych	21,02	1,97	3,30	14,18	14	34 540 135
Finansowanie nieruchomości komercyjnych	41,99	0,70	5,16	6,04	10	5 937 417

Źródło: FTSETM, NAREIT

3.4. Testy zgodności REITs

Pierwotnie fundusze REITs miały być przeznaczone głównie dla indywidualnych inwestorów, chcących inwestować w nieruchomości, ale nie posiadających wystarczających możliwości finansowych. Jednak z biegiem lat i pod wpływem licznych zmian organizacyjnych stały się instrumentem służącym zarówno dla inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych w celu realizacji różnych celów inwestycyjnych.

Jeżeli REITs spełnia określone prawem wymogi, jest uprawniony do odliczenia wypłaconych dywidend od dochodu podlegającemu opodatkowaniu. Jeżeli zatem REITs

100% osiąganych dochodów wypłaca w formie dywidendy nie ma obowiązku podatkowego, czyli nie płaci federalnego podatku dochodowego.

Tabela 26. Testy zgodności REITs

TEST AKTYWÓW (kwartalny)	
5%	Dotyczy papierów wartościowych, które nie kwalifikują się jako aktywa w „teście aktywów 75%”: REIT nie może inwestować w papiery wartościowe pojedynczego emitenta, wyłączając TRS, które reprezentowałyby więcej niż 5% wartości aktywów ogółem funduszu.
10%	REIT nie może posiadać więcej niż 10% głosów lub wartości w papierach wartościowych pojedynczego emitenta. Spółki zależne, w których REIT ma pełen udział, papiery wartościowe zakwalifikowane poniżej testu 75% oraz TRS są wyłączone z tego ograniczenia.
75%	Minimum 75% wartości ogółu aktywów powinny stanowić: • własność nieruchomości, • udziały w dzierżawach, • wierzytelności hipoteczne, • udziały w innych REITs, • akcje lub papiery dłużne zakwalifikowane jako inwestycje krótkoterminowe, • pieniądź, wpływy z przewidywanych dochodów, obligacje skarbowe U.S.
TEST DOCHODÓW (roczny)	
75%	Minimum 75% dochodów REITs musi pochodzić z następujących źródeł: • czynsze, • odsetki od wierzytelności hipotecznych, • dywidendy oraz zyski ze sprzedaży udziałów w innych REITs • dochody z inwestycji krótkoterminowych, • zyski ze sprzedaży nieruchomości oraz wierzytelności hipotecznych.
95%	Minimum 95% dochodów REITs musi pochodzić z następujących źródeł: • wszystkie dochody z inwestycji spełniający powyższy test 75%, • odsetek, • dywidendy, • zyski ze sprzedaży papierów wartościowych (poza prowizją).
DYSTRYBUCJA (roczny)	
90%	REIT musi dystrybuować minimum 90% zwykłych dochodów stanowiących podstawę opodatkowania po odpisach amortyzacyjnych oraz odpisach z tytułu działalności niedochodowych
100%	REIT musi dystrybuować minimum 100% dochodów aby nie podlegać opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych.
INNE WYMOGI	
„5 or Fewer”	Nie więcej niż 50% wartości udziałów REITs może być własnością pośrednio lub bezpośrednio 5 i mniejszej liczby udziałowców.
Prowizja	Zyski z prowizji uzyskanej w wyniku transakcji sprzedaży nieruchomości podlegają 100% sanacyjnej stawki podatku dochodowego od wartości brutto, bez kompensacji strat.
Hedging	Dochody, w tym zyski ze sprzedaży, on the hedges of liabilities (but not assets) May be excluded from both 75% and 95% revenue tests, provided the hedge is identified on a timely basis. Cash flow received from all other derivative instruments might cause nonqualifying revenue.

Źródło: Opracowanie własne

REITs muszą być utworzone na terenie jednego z 50 stanów jako osoby prawne podlegające opodatkowaniu na poziomie federalnym jak spółka. Muszą być kierowane przez

członków zarządu lub powierników, a udziały muszą podlegać obrotowi. Rozpoczynając od drugiego roku podatkowego REITs musi spełnić dwa testy właścicielskie:

1. „100 Shareholder Test” – minimum 100 udziałowców
2. „5/50 Test” – 5 lub mniej udziałowców nie może posiadać więcej niż 50 % wszystkich udziałów w ciągu co najmniej połowy ostatniego roku podatkowego.

Wymogi dotyczące struktury właścicielskiej pokazują, że struktura REIT nie jest możliwa w przypadku firm rodzinnych. Większość funduszy REIT zastrzega już na etapie tworzenia dokumentów korporacyjnych ograniczenia własnościowe celem zabezpieczenia spełnienia ww. warunków.

REITs muszą ponadto spełniać dwa roczne testy dochodów oraz kwartalne testy aktywów.

1. Rocznie, minimum 75% dochodów musi pochodzić z nieruchomości, w szczególności z czynszów oraz odsetek z wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie i innych papierów wartościowych zabezpieczonych nieruchomościami. Ponadto 95% dochodów musi pochodzić ze wspomnianych źródeł, ale może także obejmować inne formy dochodów, jak odsetki i dywidendy ze źródeł nie związanych z nieruchomościami (lokaty bankowe). W oparciu o te zasady, maksimum 5% dochodów może pochodzić z innych nieklasyfikowanych źródeł, jak opłat za usługi dodatkowe lub przedsięwzięcia niezwiązane z nieruchomościami. REITs może być właścicielem 100% udziałów w spółce zależnej („TRS” – taxable REIT subsidiary), generującej ten rodzaj dochodów.
2. Kwartalnie minimum 75% aktywów REIT muszą stanowić nieruchomości lub pożyczek zabezpieczonych przez nieruchomości. Mimo, że REIT może posiadać do 100% udziałów w TRS, nie może, bezpośrednio lub pośrednio, być właścicielem więcej niż 10% (papierów udziałowych z prawem głosu korporacji oprócz innego REITs, TRS lub „QRS – qualified REIT subsidiary. Ponadto REIT nie może posiadać akcji przedsiębiorstw (innych niż inne REITs, TRS lub QRS), które stanowiłyby ponad 5% ogółu aktywów REIT. Dodatkowo, wartość udziałów w ogóle TRS nie może przekraczać 25% wartości aktywów funduszu.

Aby można było zakwalifikować przedsiębiorstwo jako REITs, minimum 90% dochodów stanowiących podstawę opodatkowania musi być dystrybuowane w formie dywidendy. Dochody, które nie zostaną przekazane jako dywidenda, podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym, jak w przypadku innych przedsiębiorstw.

Obowiązkiem REITs jest wypłata udziałowcom rocznych dywidend na poziomie minimum 90% osiągniętych dochodów stanowiących podstawę opodatkowania. Dzięki temu REITs charakteryzują się jednymi z najwyższych wypłacanych dywidend.

3.5. Forma prawna i struktura organizacyjna

REITs nie są spółkami handlowymi. Większość publicznych funduszy to zintegrowane firmy, które są właścicielami, zarządzającymi i jednocześnie inwestorami w sektorze nieruchomości komercyjnych. Udziały REITs są płynnym i podlegającym bieżącej wycenie instrumentem finansowym notowane na każdej giełdzie papierów wartościowych, podobnie jak akcje. Publiczne REITs podlegają tym samym wymogom i ograniczeniom, jak każda inna firma, której akcje są w obrocie publicznym.

Tabela 27. Porównanie REITs oraz spółki partnerskiej (partnership)

	REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTs (REITs)	SPÓŁKA PARTNERSKA (<i>partnership</i>)
Poziom płynności	wysoki; publiczne REITs notowane na giełdzie papierów wartościowych, podlegają codziennemu obrotowi	bardzo niski;
Minimalna kwota inwestycji	dowolna	Średnio 2000-5000 USD
Plany reinwestycji (<i>re investment plan</i>)	tak	nie
Kontrola inwestorów	tak; inwestorzy dokonują wyboru zarządzających	nie; kontrola ze strony głównego wspólnika, który jednocześnie nie może być łatwo usunięty przez komandytariuszy
Niezależni zarządzający	tak; giełda papierów wartościowych lub prawo stanowe wymaga niezależności większości od zarządu	nie
Prawo użytkowania	Wymaganych minimum 100 udziałowców	Dzielone pomiędzy nieograniczona przepisami liczbę wspólników i komandytariuszy
Możliwość rozwoju przez emisje kapitałowe	tak	rzadko
Obowiązek inwestora zapłaty podatków stanowych	Jedynie w stanie, w którym inwestor rezyduje	We wszystkich stanach, na terenie których znajdują się posiadane nieruchomości

Źródło: REIT Watch, luty 2011

REITs mogą przyjąć trzy rodzaje struktury organizacyjnej:

- tradycyjne REITs,
- umbrella partnership REITs (UPREITs),
- DOWNREITs.

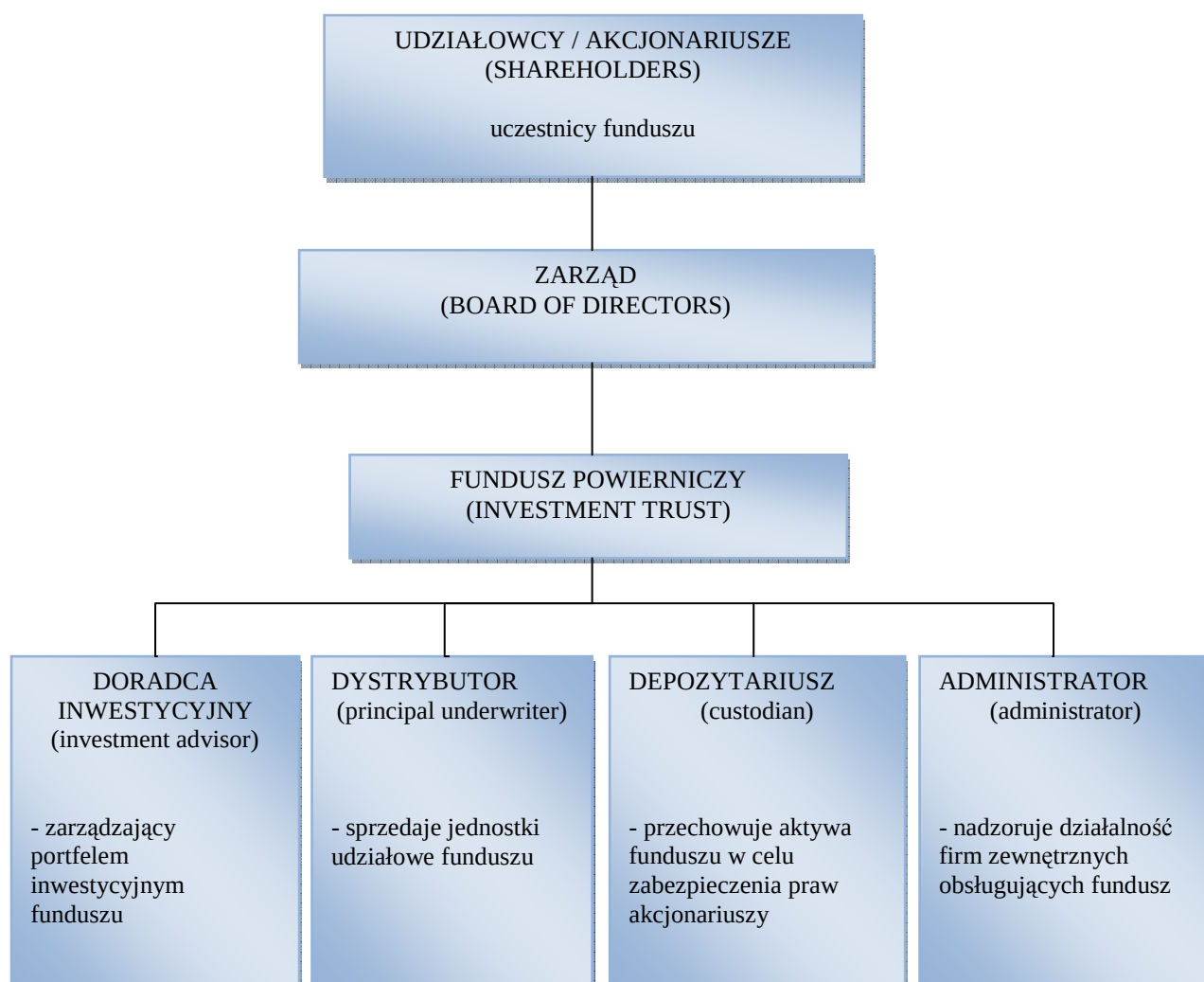
Ważnym atutem REITs jest aspekt podatkowy czyli zwolnienie z podatku dochodowego na poziomie korporacyjnym. Jednak przedsiębiorstwo, które decyduje się na przyjęcie struktury REITs traci w znacznym stopniu elastyczność zarządzania, a stopień utraty tej

elastyczności zależy od specyfiki przedsiębiorstw. Każda firma zatem powinna przeanalizować wszystkie za i przeciw zanim podejmie decyzję o przekształceniu w REITs.

Koszty związane z przyjęciem struktury REITs:

- zmniejszone korzyści związane ze stosowaniem długu, wynikające przede wszystkim z faktu, że REITs nie podlegają obowiązkowi płacenia podatku dochodowego na poziomie spółki akcyjnej (corporate income tax), a zatem potrącenie od podstawy opodatkowania kosztu kredytu nie odnosi się do tej struktury; skutkuje to mniejszym poziomem zainteresowania użyciem długu w finansowaniu inwestycji,
- zmniejszony potencjał rozwoju, będący skutkiem głównie wymogu wypłaty 90% dochodów w formie dywidend, co z kolei ogranicza zasoby wolnych środków, które mogłyby być przeznaczone na dalszy rozwój firmy; mając na uwadze dużą kapitałochłonność inwestycji stanowiących portfel REITs zachodzi konieczność korzystania bądź też z długu bądź z emisji kapitałowych, co ani w jednym ani w drugim przypadku nie jest dla REITs korzystne (brak możliwości odpisu kosztów kredytu oraz spadek cen jednostkowych akcji lub udziałów),
- konflikt interesów pomiędzy udziałowcami a managerami, pojawiający się w momencie przekształcenia w REITs, kiedy zarządzający traci możliwość aktywnego zarządzania swoimi aktywami; dodatkowo w momencie gdy doradca REITs, odpowiedzialny za decyzje inwestycyjne i finansowe, jest jednocześnie wtajemniczony w interesy tego, kto kupuje lub sprzedaje nieruchomości lub wierzytelności hipoteczne, pojawia się zatem konflikt interesów,
- problemy w synchronizacji działań z warunkami rynkowymi (market timing), związane przede wszystkim z wymogiem utrzymywania przez REITs określonego poziomu aktywów w nieruchomościach lub wierzytelnościach hipotecznych, co z kolei uniemożliwia reagowanie w zakresie, na jaki mogą sobie pozwolić standardowe korporacje,
- koszty przekształcenia spółki w REIT wiążą się także z powstaniem zobowiązania podatkowego¹⁴⁹.

¹⁴⁹ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, Oxford University Press, New York 2003, s. 37-39.



Rysunek 17. Struktura organizacyjna amerykańskiego funduszu inwestycyjnego typu Real Estate Investment Trusts

Źródło: Opracowanie własne, na podstawie:
Mutual Fund Book, Investment Company Institute, Washington 2004, s. 7

Istnieje kilka sposobów tworzenia portfela aktywów REITs. Istniejąca struktura REITs może zwiększyć fundusze i następnie nabywać nieruchomości lub wierzytelności hipoteczne w celu tworzenia portfela. Z drugiej strony przedsiębiorstwo może zostać przekształcone w całości lub w części w strukturę REITs. Jednak spółka, która decyduje się na takie przekształcenie musi liczyć się z pewnymi minusami podatkowymi. Przenoszenie bowiem nieruchomości ze spółki do REITs wiąże się z formalną sprzedażą nieruchomości, co z kolei tworzy zobowiązanie podatkowe.

Sposobem uniknięcia obowiązku podatkowego jest nie przeprowadzanie transakcji na poziomie nieruchomości. Zamiast sprzedaży nieruchomości do REITs, spółka sprzedaje swoje udziały a nie faktyczne nieruchomości. Dzięki temu REITs jest właścicielem nieruchomości należących do spółki poprzez posiadanie udziałów samej spółki. W tym przypadku nie tworzy się obowiązek podatkowy związany ze sprzedażą nieruchomości. Tę strukturę nazwano UPREIT – tzw. REIT parasolowy (umbrella partnership REIT).

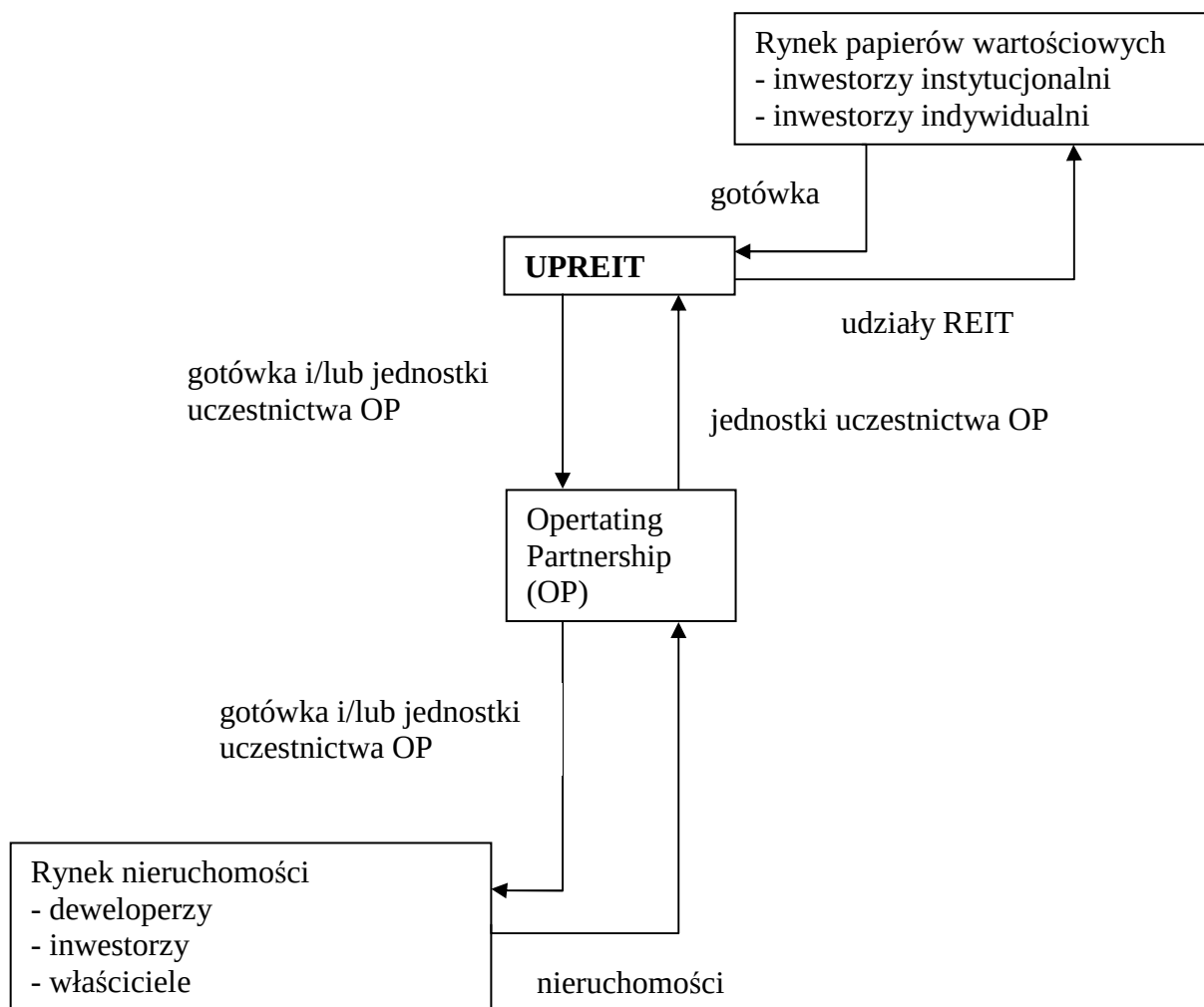
Struktura UPREITs jest to REITs, który jest właścicielem spółki operacyjnej (operating partnership) oraz działa jako główny partner spółki. Większość zatem aktywów jest własnością REITs poprzez inną spółkę. Dzięki tej strukturze, UPREITs dostarcza dwie formy własności, w których właściciel (equity holder) może być albo udziałowcem REITs albo (unit holder) spółki operacyjnej (operating partnership). Zarówno akcjonariusze REIT jak udziałowcy spółki są właścicielami tego samego portfela nieruchomości. Różnica istnieje w zakresie prawa własności, który jest znacznie ograniczony dla wspólnika w spółce operacyjnej.

Wprowadzenie struktury UPREIT wiąże się z kilkoma zaletami, m.in.:

- REITs może nabywać nieruchomości w taki sposób, który jest atrakcyjny podatkowo dla sprzedającego,
- REITs może nabywać nieruchomości używając w tym celu zarówno jednostek uczestnictwa w spółce, jak i gotówki, co ogranicza znacznie zapotrzebowanie REITs na kapitał¹⁵⁰.

DOWNREIT jest zmodyfikowaną formą struktury UPREIT, która również umożliwia REIT nabywanie nieruchomości, korzystając z uprzywilejowanego statusu podatkowego, poprzez emisję jednostek uczestnictwa w spółce. Jednak w przeciwieństwie do UPREIT, DOWNREIT może posiadać w tym samym czasie różnorodne spółki oraz być właścicielem nieruchomości zarówno na poziomie REITs, jak i na poziomie spółki. Strukturę tę uznaje się za bardziej elastyczną niż UPREIT ponieważ może tworzyć spółki dla każdej nowo nabywanej nieruchomości.

¹⁵⁰ Ibidem, s.50.



Rysunek 18. Schemat działania UPREIT

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

Fakt, że nie każdy REITs korzysta z UPREITs czy DOWNREITs w celu przeprowadzania transakcji zakupu nieruchomości sugeruje, że oprócz wielu korzyści, są także i wady takiego rozwiązania. Główną wadą jest między innymi konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z obsługą i utrzymaniem spółek.

Struktura REITs ma plusy i minusy, z których można wywnioskować, jakie firmy związane z rynkiem nieruchomości nie powinny jej wdrażać:¹⁵¹

- firmy realizujące strategię „high – growth”,
- firmy potrzebujące elastyczności w nabywaniu nieruchomości,

¹⁵¹ Ibidem, s.52.

- firmy inwestujące w aktywa spekulacyjne lub działające na bardzo dynamicznie zmieniających się rynkach,
- firmy korzystające z wysokiego wskaźnika zadłużenia,
- firmy bazujące na inwestorach instytucjonalnych jako głównej grupie klientów.

3.6. Zarządzanie i doradztwo inwestycyjne

Do 1986 r. REITs były uznawane za pasywny instrument inwestycyjny, przez co zarówno zarządzanie posiadanymi aktywami, jak i podejmowanie decyzji inwestycyjnych musiały być zlecane podmiotom zewnętrznym. A zatem fundusze miały obowiązek zatrudniać w tym celu wykwalifikowanych managerów (*property managers*). Od momentu gdy REITs mogły także pozyskiwać nieruchomości oraz dysponować nimi potrzebowały także doradców, którzy uczestniczyli w procesie wyboru nieruchomości oraz realizacji strategii inwestycyjnej. Czasami doradcy byli jednocześnie zarządzającymi poszczególnymi nieruchomościami.

Głównymi zadaniami doradców inwestycyjnych było:

- wpływanie na decyzje o nabyciu nieruchomości,
- umowy z najemcami,
- umowy z zarządcami nieruchomości,
- wybór metod i sposobów finansowania inwestycji.

Taka struktura zarządzania często sprzyjała konfliktowi interesów pomiędzy udziałowcami, a zewnętrznymi doradcami. Realne ryzyko utraty kontroli nad nieruchomościami powodowało, że deweloperzy i właściciele nieruchomości nie byli skłonni do zmiany formy prowadzenia swojej działalności na struktury REITs. Można również to uznać za jedną z głównych przyczyn powolnego rozwoju tego sektora do 1986 r.¹⁵²

Dopiero zmiana przepisów wprowadzonych przez Tax Reform Act 1986 umożliwiła funduszom samodzielne zarządzanie i doradztwo w zakresie posiadanych aktywów. Mogło to również stać się impulsem do dynamicznego rozwoju REITs w latach 90-tych.

Według Ambrose, Linneman (2001) w latach 1990 – 96 większość wewnętrznie zarządzanych (doradzanych) REITs przyjęło agresywną strategię ciągłego rozwoju poprzez

¹⁵² Więcej w: Schulkin 1971

nabywanie i budowanie nowych nieruchomości¹⁵³. Ponadto zdecydowana większość funduszy, nie korzystających z zewnętrznych doradców i zarządców było funduszami, które nie miały określonego czasu trwania. Ambrose, Linneman wskazali również na różnice w wielkości funduszy w zależności od formy doradztwa i zarządzania, średnia wielkość funduszy zarządzanych samodzielnie była o wiele większa.

Tabela 28 pokazuje wzrost REITs korzystających z wewnętrznych form doradztwa z 83 w 1993 r. do 174 w roku 2000. Fakt pozostawiania części funduszy przy pierwotnych zewnętrznych źródłach doradztwa oznaczać może, że zarówno jeden, jak i drugi sposób ma swoje mocne i słabe strony.

Tabela 28. REITs z podziałem na formę doradztwa inwestycyjnego w latach 1993 – 2000

	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993
Zewnętrzny doradca	25	105	87	93	100	112	b.d.	b.d.
Wewnętrzny doradca	174	189	194	193	186	178	133	83
Ogółem	269	294	281	286	286	290	133	83

Źródło: S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang: „Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities”, Oxford University Press, New York 2003, s.58

Korzystanie z możliwości wewnętrznego zarządzania oraz doradztwa może zminimalizować (jednak nie wyeliminować) problemy agencyjne istniejące w obszarze rynku nieruchomości. Można także starać się wyróżnić warunki, kiedy decyzja o zewnętrznym sposobie zarządzania jest optymalna.

3.7. Zalety REITs

REITs dają małym inwestorom możliwość zainwestowania ich funduszy w duże projekty rynku nieruchomości bez konieczności posiadania znacznych środków oraz doświadczenia w zakresie zarządzania. Oferują dywersyfikację i płynność, co daje im przewagę nad korzyściami czerpanymi z własności nieruchomości. REITs inwestuje pieniądze w różne typy nieruchomości - centra handlowe, nieruchomości przemysłowe, apartamenty, hotele, biurowce, pola golfowe itp. Stara się połączyć zalety korporacji i

¹⁵³ B.Ambrose, P. Linneman, *REIT organizational structure and operating characteristics*, Journal of Real Estate Research 21, s. 141-162.

jednocześnie zasady opodatkowania dotyczące podatnika będącego osobą fizyczną. Daje to profity wynikające z własności nieruchomości i minimalizuje wady.

REITs oferują inwestorom przede wszystkim:

- stały strumień dochodów i długookresowy wzrost kapitału – zapewniają konkurencyjne w stosunku do akcji i obligacji długookresowe stopy zwrotu,
- wysoki poziom wypłacanych dywidend,
- płynność – udziały w publicznych funduszach można łatwo zamienić na gotówkę ponieważ są notowane na większości giełd papierów wartościowych,
- profesjonalne zarządzanie,
- transparentność – niezależni zarządzający REITs, analitycy, audytorzy, bieżący monitoring działalności, standardy sprawozdawczości finansowej wszystko to powoduje, że poziom ochrony inwestorów jest bardzo wysoki.

Zgodnie z teorią portfela dywersyfikacja jest podstawą do minimalizowania ryzyka. Oznacza to, że inwestorzy tak powinni budować portfel inwestycyjny, aby znalazły się w nim aktywa, których wyniki inwestycyjne są zróżnicowane w zmieniających się warunkach rynkowych. A zatem instrumenty wykorzystywane w portfelu powinny się charakteryzować maksymalnie niską korelacją.



Wykres 8. Korelacja pomiędzy REITs kapitałowymi a S&P 500

Źródło: NAREIT 2011

Możliwości dywersyfikacji poprzez REIT można prześledzić o porównanie z innymi klasami aktywów. Przykładowo, między 1992 a 2007, wszystkie indeksy związane z REIT w USA wykazały korelację na poziomie około 40% w stosunku do indeksu S&P 500. Większość natomiast indeksów demonstrowały w tym okresie korelację wyższą niż 60%.

Analizując portfel inwestycji nieruchomościowych, REITs są dla inwestorów doskonałym uzupełnieniem inwestycji bezpośrednich. Poprzez korzystanie z plusów zarówno prywatnych jak i publicznych inwestycji w sektorze nieruchomości, inwestorzy mogą skorzystać z szerokiego spektrum możliwości.

Badania naukowe dowodzą, że długookresowe stopy zwrotu generowane przez REITs są reprezentatywne dla nieruchomości jako klasy aktywów. REITs reprezentują typ aktywów odmienny od obligacji i akcji w większości analizowanych krajów. W długim okresie odzwierciedlają wyniki inwestycyjne uzyskiwane w ramach bezpośrednich inwestycji w sektorze nieruchomości oraz dostarczają potencjał do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych. Innymi słowy inwestowanie w REITs jest inwestowaniem w nieruchomości¹⁵⁴.

Teoria optymalizacji¹⁵⁵ sugeruje, że portfel inwestycyjny jest bardziej efektywny gdy zawiera zarówno prywatne, jak i publiczne inwestycje w nieruchomości. Analizując, przykładowo, inwestycje w nieruchomości wmieszane pomiędzy dwa główne indeksy nieruchomościowe, jeden dla inwestycji prywatnych (NCREIF Property Index), a drugi dla publicznych (FTSE/NAREIT Equity REIT Index), w latach 1978 – 2008, zainwestowanie 70% w aktywa NCREIF Property Index oraz 30% w FTSE NAREIT Equity REIT Index osiągały dwucyfrowe stopy zwrotu w wysokości nawet 25% rocznie.

Jedną z cech charakterystycznych REITs jest konieczność wypłaty 90% dochodów w formie dywidendy. Wymóg ten stanowi jednocześnie czynnik ograniczający rozwój funduszy ze względu na brak dużych zasobów kapitałów własnych. Jedynie fundusze korzystające z zewnętrznych źródeł finansowania mają szansę na dynamiczny wzrost nowych aktywów.

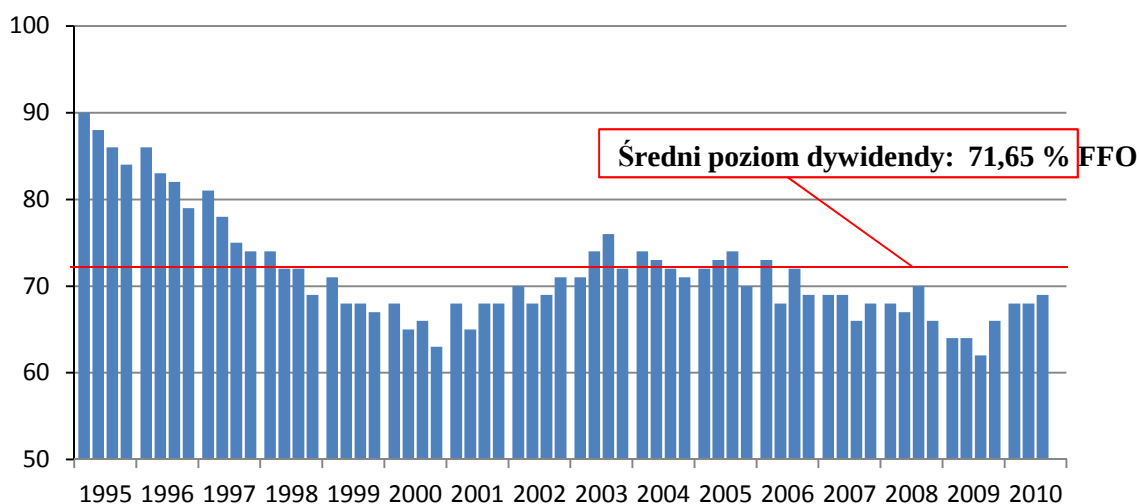
W przypadku REITs mówiąc o zewnętrznych źródłach finansowania mowa jest o dwóch możliwościach. Po pierwsze, REITs mogą emitować dłużne papiery wartościowe.

¹⁵⁴ Więcej w: J.Chen, R.Peiser, *The risk and return characteristics of REITS 1993-1997*, Real Estate Finance 16, K.Wang, J.Erickson, *The stock performance of securitized real estate and master limited partnerships*, Real Estate Economics 23, 1997, J.Han, Y.Liang, *The historical performance of real estate investment trusts*, Journal of Real Estate Research 10, 1995, J.D.Martin, D.O.Cook, *A comparison of the recent performance of publicly traded real property portfolios and common stock*, AREUEA Journal 1991.

¹⁵⁵ Więcej w: A. Dembny, *Budowa portfeli ograniczonego ryzyka*, CeDeWu, Warszawa 2005, C.L. Dunis, *Prognozowanie rynków finansowych*, ABC, Warszawa 2000, K. Jajuga, T. Jajuga, *Jak inwestować w papiery wartościowe*, PWN, Warszawa 1993, H. Markowitz, *Portfolio selection: Efficient Diversification of Investments*, Yale University Press, New Haven 1959, J.J. Murphy, *Analiza techniczna rynków finansowych*, WIG-PRESS, Warszawa 1999, W. Tarczyński, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne 2002. W. Tarczyński, *Analiza portfelowa na giełdzie papierów wartościowych*, PTE, Szczecin 1996.

Drugą możliwością jest emisja kapitałowa. Zarówno jedno jak i drugie rozwiązanie zwiększa wartość współczynnika dźwigni finansowej, korzystnej w okresie boomu inwestycyjnego, ale niebezpiecznej w czasach recesji. Niewątpliwie zaletą wewnętrznego finansowania nowych inwestycji jest ich wysoki poziom bezpieczeństwa i niższe koszty.

Badania rynku przeprowadzone przez Wang, Erickson, Gau (1993) pokazały, że średnio fundusze REITs wypłacają w formie dywidendy 165% dochodów stanowiących podstawę opodatkowania¹⁵⁶. Podobnie wykazali Bradley, Capozza, Seguin (1998), wg których w formie dywidendy wypłacane jest około 200% dochodów¹⁵⁷. Wskaźnik wypłacanych dywidend różni się w zależności od rodzaju REITs oraz od okresu trwania funduszu (czas określony lub nieokreślony). REITs kapitałowe z zasady wypłacają więcej dywidendy niż hipoteczne. Fundusze z określonym czasem trwania również wypłacają więcej dochodów w postaci dywidendy, co może być spowodowane ograniczonym potencjałem wzrostu i ograniczonym zapotrzebowaniem na kapitał na nowe inwestycje¹⁵⁸.



Wykres 9. Dywidendy wypłacane przez REITs w latach 1995 - 2010

Źródło: NAREIT 2011

W literaturze przytaczanych jest kilka czynników, które warunkują wyższy niż 90% poziom wypłacanych dywidend. Należą do nich, m.in.:

¹⁵⁶ Wang, Ko, John Erickson, George Gau, *Dividend policies and dividend announcement effects for real estate investment trust*, Real Estate Economics 21, s. 185-201.

¹⁵⁷ Bradley, Michael, Dennis Capozza, Paul Seguin, *Dividend Policy and Cash flow uncertainty*, Real Estate Economics 26, s. 555-580.

¹⁵⁸ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities*, op.cit., s.129.

- redukcja kosztów agencyjnych,
- zasygnalizowanie informacji o wynikach inwestycyjnych,
- zasygnalizowania informacji o zmienności/niepewności przyszłych strumieni pieniężnych,
- wzbudzenie zainteresowania inwestorów¹⁵⁹.

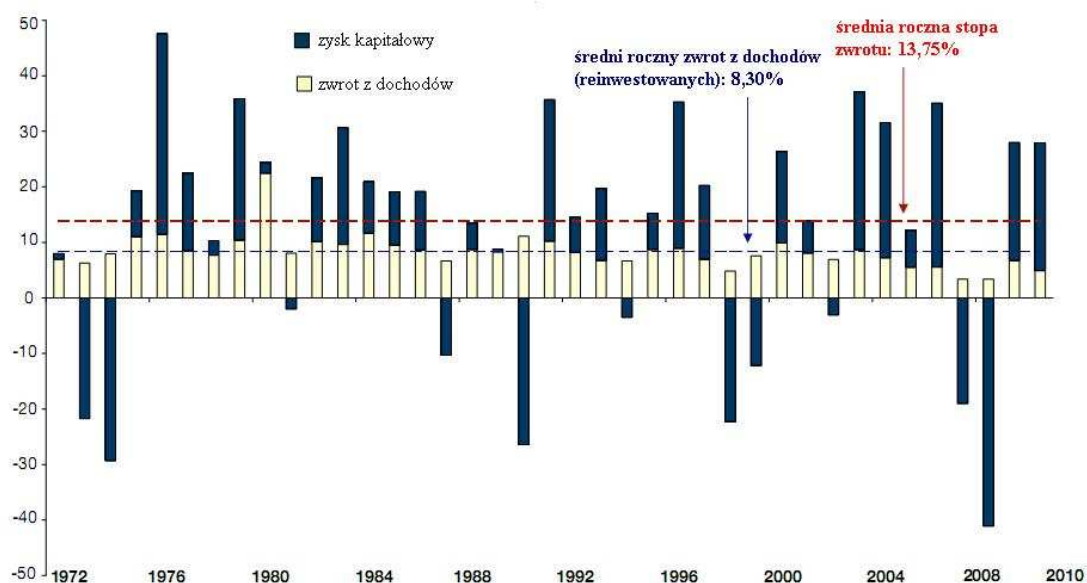
Inwestorzy posiadający fundusze REITs w swoich portfelach inwestycyjnych wymagają zazwyczaj wypłaty możliwie najwyższej dywidendy, oczekując jednocześnie ze strony funduszu pozyskiwania zewnętrznego finansowania w celu dalszego rozwoju. Jeśli REITs wypłacają więcej, zarówno rynek akcji jaki rynek dłużny dążą do monitorowania decyzji inwestycyjnych funduszy i stąd minimalizują problemy agencyjne pojawiające się na rynku. Z drugiej jednak strony, inwestorzy mogą oczekiwać od funduszy utrzymywania większego poziomu kapitału finansującego dalszy rozwój. Wzrost lub spadek poziomu wypłacanej dywidendy może sygnalizować wartość przyszłych notowań na giełdzie, które mogą zareagować wzrostem lub odpowiednio spadkiem ceny akcji REIT.

Ważnym aspektem poziomu wypłacanych dywidend jest strategia funduszu. Im więcej się wypłaca, tym mniej kapitału do dyspozycji funduszu i mniej na przyszłe inwestycje a co za tym idzie dalszy rozwój.

Dla REITs, dystrybucje dywidendy dla celów podatkowych są klasyfikowane jako zwykły dochód, zyski kapitałowe i zwrot z kapitału, z czego każdy może podlegać opodatkowaniu przy zastosowaniu innej stawki bazowej. Wszystkie publiczne REIT mają obowiązek każdego roku podatkowego poinformować udziałowców jak należy sklasyfikować dywidendy do celów podatkowych.

Dystrybucja zwrotu z zainwestowanego kapitału jest zdefiniowana jako ta część dywidendy, która przewyższyła dochody REITs podlegające opodatkowaniu. Ta część dywidendy nie jest opodatkowana jak zwykły dochód, a raczej koszty są umniejszone o wartość dystrybucji. Kiedy udziały są sprzedawane, nadwyżka ceny sprzedaży netto nad zredukowaną o dystrybucję podstawę opodatkowania jest traktowana jako zysk kapitałowy podlegający opodatkowaniu.

¹⁵⁹ Więcej w: A.Forest, *Now, dividend hunters are stalking REITs*, Business Week 6. 1994, B.Maris, E.Fayez, *Capital structure and the cost capital for untaxed firms: The case of REITs*, AREUEA Journal 18, 1990



Wykres 10. Średnia roczna stopa zwrotu REITs w latach 1972 – 2010

Źródło: NAREIT

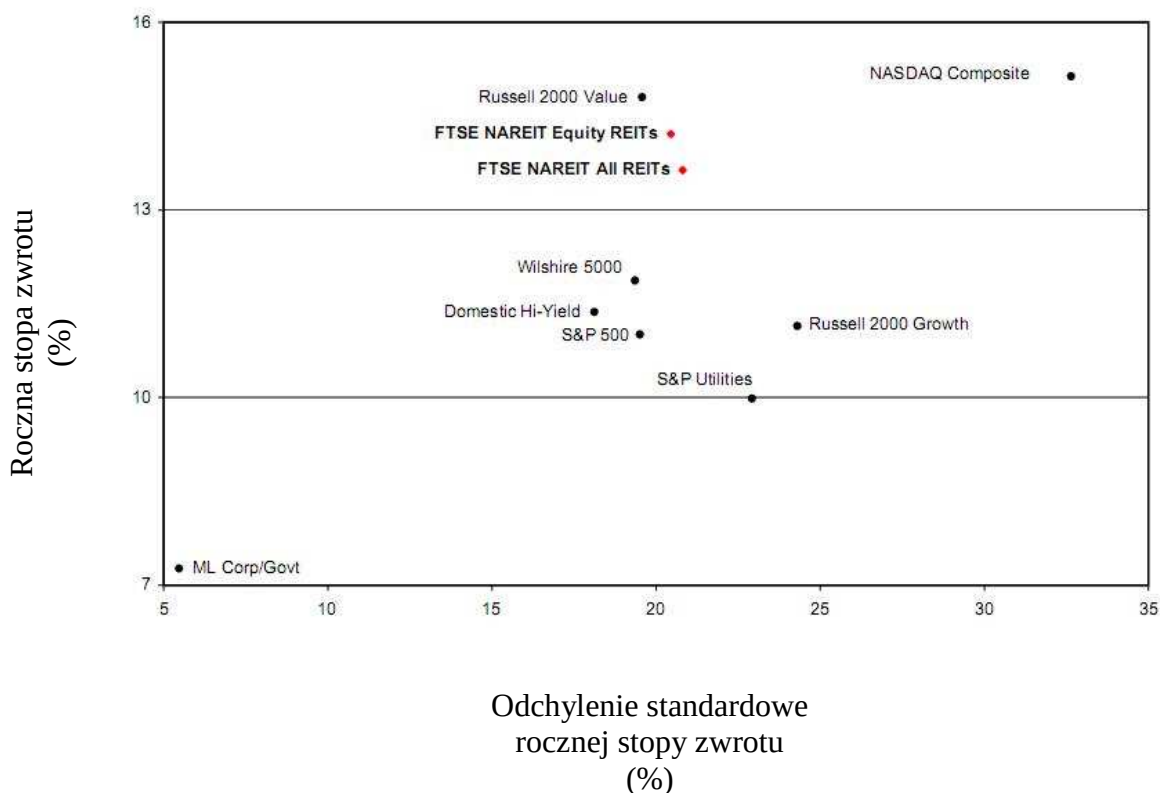
W maju 2003 Kongres USA wydał Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act, zgodnie z którym zostały obniżone stawki podatku dochodowego od większości dywidend oraz zysków kapitałowych do 15% maksymalnie do 2010 roku. Ponieważ REITs generalnie nie płacą podatku dochodowego od osób prawnych, większość dywidend wypłacanych przez REITs są opodatkowane jako zwykły dochód stawką wynoszącą maksymalnie 35%. Możliwe jest jednak zakwalifikowanie dywidendy do płacenia niższej stawki podatku dochodowego w następujących przypadkach:

- jeżeli indywidualny podatnik jest podmiotem podlegający niższej stawce celularnego podatku dochodowego,
- jeżeli REIT dystrybuuje zyski kapitałowe (maksymalnie 15% stawka podatku dochodowego) lub zwrot z kapitału,
- jeżeli REIT dystrybuuje dywidendy z TRS (taxable REIT subsidiary) lub innej spółki kapitałowej (maksymalnie 15% stawka podatku dochodowego),
- jeżeli REIT uzyska zgodę, płaci podatek dochodowy od osób prawnych i zyski zatrzymane (retains earnings) maksimum 15%.

Dodatkowo, maksymalna stawka 15% od zysków kapitałowych stosowana jest w odniesieniu do sprzedaży udziałów REITs. Według badań NAREIT około 23% dywidend REITs zostało w 2009 roku zakwalifikowanych do niższej stawki 15%. Wśród tej grupy 57% reprezentowało dystrybucję zysków kapitałowych a 43% zwrot z kapitału, który jest opodatkowany tak samo jak zyski kapitałowe w momencie sprzedaży udziałów.

Podobnie jak w przypadku obligacji, duża część stopy zwrotu wynika z dywidendy. Jednakże, w przeciwieństwie do obligacji, dywidenda ma tendencję wzrostową¹⁶⁰. Od 1972 r. średni roczny zwrot kapitałowy wyniósł w przypadku REITs 8,30%. Ponadto roczna stopa dywidendy od 1994 r. zawsze przewyższała poziom inflacji.

Stabilne stopy zwrotu REITs to jeden z głównych elementów rozwoju tego sektora. Przykładowo w 2008 roku REITs w USA wypłaciły około 17,8 mld USD w formie dywidend. Zgodnie z obowiązującym prawem REITs są zobowiązane wypłacać minimum 90% dochodów swoim udziałowcom w formie dywidendy. Większość jednak REIT wypłaca nawet 100 %. Dzięki temu REIT dążą do generowania stałego strumienia dochodów dla inwestorów.



Rysunek 19. REITs jako element portfela inwestycyjnego

Źródło: NAREIT

¹⁶⁰ R. Imperiale, op. cit., s.59.

W grudniu 2008 r., IRS wydał specjalne wskazówki dotyczące DPD (dividends paid deduction), o które wystąpił NAREIT. Procedura skarbową 2008-68 zezwoliła REITs na wypłatę dywidendy częściowo w akcjach a częściowo w gotówce, co ciągle kwalifikuje się do DPD.

Bez wątpienia włączenie REIT do portfela inwestycyjnego jest bardzo dobrą metodą jego dywersyfikacji ze względu na specyficzne cechy REITs. Badania rynku prowadzone w latach 1960-1980 pokazują, że stopy zwrotu z REIT zasadniczo są na zbliżonym poziomie jak stopy zwrotu z akcji¹⁶¹.

Trzy podstawowe czynniki warunkujące wyniki akcji REITs i rynku nieruchomości są wspólne dla tych dwóch aktywów:

- jeżeli wycena zarówno akcji REIT jak i aktywów rynku nieruchomości jest determinowana zdyskontowanymi przyszłymi przepływami pieniężnymi, to zmiany w wysokości stopy procentowej powinny zostać odzwierciedlone i w wartości nieruchomości i w wartości akcji REITs,
- poziom działalności gospodarczej będzie miał wpływ na przepływy pieniężne REIT, dochody korporacyjne oraz przepływy pieniężne nieruchomości również w ten sam sposób,
- ze względu na to, że fundusze kapitałowe są właścicielami nieruchomości, i mimo ograniczeń dotyczących sprzedaży i zakupu nieruchomości, wartość nieruchomości wpływa na wartość REITs.

Istnieją jednak zasadnicze różnice organizacyjne pomiędzy rynkiem akcji REIT a rynkiem nieruchomości (*unsecuritized*). Różnice te wynikają przede wszystkim ze specyfiki rynku, na którym dane aktywa podlegają obrotowi. Przykładowo akcje REIT podlegają obrotowi na giełdzie papierów wartościowych, gdzie mamy do czynienia z wieloma kupującymi i sprzedającymi, ciągłym procesem wymiany i z pełnym dostępem do informacji. Z drugiej strony mamy rynek nieruchomości, który jest rynkiem niedoskonałym, gdzie brak dostępnej informacji a transakcje odbywają się stosunkowo rzadko. Skutkuje to w różnicach w wysokości stopy zwrotu z REITs i stopy zwrotu z podstawowych aktywów. W dostępnej literaturze brakuje jasnego stwierdzenia czy i w jakim stopniu rynek akcji REITs oraz rynek

¹⁶¹ Porównaj z: V. Chandrasekharan, *Time – series properties and diversification benefits of REITs returns*, Journal of Real Estate Research 17, 1999, J.Peterson, Ch.Hsieh, *Do common risk factors in the returns on stocks and bonds explain returns on REITs*, Real Estate Economics 25, 1997, P.Oppenheimer, T.Grissom, *Frequency space correlation between REITs and capital market indices*, Journal of Real Estate Research 16, 1998, J.Kuhle, *Portfolio diversification and return benefits-common stock vs. real estate investment trusts*, Journal of Real Estate Research 2, 1987.

nieruchomości są zintegrowane, tzn. wspólne rodzaje ryzyka wpływają na wyniki działalności oraz nie powinno być znaczących różnic w prognozowaniu przyszłych stóp zwrotu¹⁶².

¹⁶² Porównaj z: J.Clayton, G.MacKinnon, *What drives equity market returns? The relative influences of bond, stock and real estate factors*, Working paper, 2000, D.Ling, A.Naranjo, *The integration of commercial real estate markets and the stock markets*, Real Estate Economics 27, 1999, M.Giliberto, *Equity real estate investment trusts and real estate returns*, Journal of Real Estate Research 5, 1990, Giliberto M., A.Mengden, *REITs and real estate: two markets reexamined*, Real Estate Finance 13, 1996.

Tabela 29. Stopy zwrotu REITs w latach 1972 – 2010 na podstawie danych NAREIT

Rok	FTSE NAREIT All REITs				FTSE NAREIT Composite				FTSE NAREIT All Equity REITs				FTSE NAREIT Equity REITs				FTSE NAREIT Mortgage REITs			
	Ogółem		Cena		Ogółem		cena		Ogółem		Cena		Ogółem		Cena		Ogółem		Cena	
	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index	(%)	Index
1971		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00
1972	11,19	111,19	3,84	103,84	11,19	111,19	3,84	103,84	8,01	108,01	1,08	101,08	8,01	108,01	1,08	101,08	12,17	112,17	4,34	104,34
1973	-27,22	80,93	-33,11	69,46	-27,22	80,93	-33,11	69,46	-15,52	91,25	-21,78	79,07	-15,52	91,25	-21,78	79,07	-36,26	71,50	-42,05	60,47
1974	-42,23	46,75	-49,55	35,04	-42,23	46,75	-49,55	35,04	-21,40	71,72	-29,33	55,88	-21,40	71,72	-29,33	55,88	-45,32	39,09	-53,96	27,84
1975	36,34	63,74	22,20	42,82	36,34	63,74	22,20	42,82	19,30	85,56	8,34	60,54	19,30	85,56	8,34	60,54	40,79	55,04	24,51	34,66
1976	48,97	94,96	36,53	58,47	48,97	94,96	36,53	58,47	47,59	126,28	36,21	82,46	47,59	126,28	36,21	82,46	51,71	83,50	38,41	47,97
1977	19,08	113,07	10,10	64,37	19,08	113,07	10,10	64,37	22,42	154,59	13,97	93,98	22,42	154,59	13,97	93,98	17,82	98,38	8,16	51,89
1978	-1,64	111,21	-9,42	58,31	-1,64	111,21	-9,42	58,31	10,34	170,57	2,66	96,48	10,34	170,57	2,66	96,48	-9,97	88,57	-17,86	42,62
1979	30,53	145,16	19,35	69,59	30,53	145,16	19,35	69,59	35,86	231,73	25,49	121,07	35,86	231,73	25,49	121,07	16,56	103,24	4,26	44,44
1980	28,02	185,84	11,07	77,30	28,02	185,84	11,07	77,30	24,37	288,20	1,95	123,42	24,37	288,20	1,95	123,42	16,80	120,58	3,29	45,90
1981	8,58	201,78	-1,02	76,51	8,58	201,78	-1,02	76,51	6,00	305,50	-2,03	120,92	6,00	305,50	-2,03	120,92	7,07	129,11	-5,54	43,36
1982	31,64	265,62	19,19	91,19	31,64	265,62	19,19	91,19	21,60	371,49	11,49	134,81	21,60	371,49	11,49	134,81	48,64	191,91	31,27	56,91
1983	25,47	333,28	15,11	104,97	25,47	333,28	15,11	104,97	30,64	485,30	21,01	163,13	30,64	485,30	21,01	163,13	16,90	224,34	5,56	60,08
1984	14,82	382,65	3,53	108,67	14,82	382,65	3,53	108,67	20,93	586,86	9,30	178,30	20,93	586,86	9,30	178,30	7,26	240,64	-4,54	57,35
1985	5,92	405,30	-3,52	104,84	5,92	405,30	-3,52	104,84	19,10	698,93	9,62	195,45	19,10	698,93	9,62	195,45	-5,20	228,11	-15,33	48,55
1986	19,18	483,03	9,24	114,53	19,18	483,03	9,24	114,53	19,16	832,83	10,56	216,10	19,16	832,83	10,56	216,10	19,21	271,95	7,64	52,26
1987	-10,67	431,49	-19,01	92,76	-10,67	431,49	-19,01	92,76	-3,64	802,51	-10,31	193,82	-3,64	802,51	-10,31	193,82	-15,67	229,34	-25,70	38,83
1988	11,36	480,49	1,24	93,92	11,36	480,49	1,24	93,92	13,49	910,74	4,77	203,07	13,49	910,74	4,77	203,07	7,30	246,09	-5,12	36,84
1989	-1,81	471,78	-12,06	82,59	-1,81	471,78	-12,06	82,59	8,84	991,26	0,58	204,24	8,84	991,26	0,58	204,24	-15,90	206,95	-26,19	27,20
1990	-17,35	389,95	-28,49	59,05	-17,35	389,95	-28,49	59,05	-15,35	839,09	-26,45	150,21	-15,35	839,09	-26,45	150,21	-18,37	168,94	-29,18	19,26
1991	35,68	529,08	23,10	72,69	35,68	529,08	23,10	72,69	35,70	1 138,61	25,47	188,47	35,70	1 138,61	25,47	188,47	31,83	222,72	13,93	21,94
1992	12,18	593,49	2,87	74,78	12,18	593,49	2,87	74,78	14,59	1 304,73	6,40	200,54	14,59	1 304,73	6,40	200,54	1,92	226,99	-10,80	19,57
1993	18,55	703,57	10,58	82,69	18,55	703,57	10,58	82,69	19,65	1 561,17	12,95	226,51	19,65	1 561,17	12,95	226,51	14,55	260,01	-0,40	19,49
1994	0,81	709,24	-6,41	77,39	0,81	709,24	-6,41	77,39	3,17	1 610,67	-3,52	218,55	3,17	1 610,67	-3,52	218,55	-24,30	196,82	-33,83	12,90
1995	18,31	839,09	9,12	84,45	18,31	839,09	9,12	84,45	15,27	1 856,57	6,56	232,88	15,27	1 856,57	6,56	232,88	63,42	321,65	46,80	18,94
1996	35,75	1 139,10	26,52	106,84	35,75	1 139,10	26,52	106,84	35,27	2 511,32	26,35	294,24	35,27	2 511,32	26,35	294,24	50,86	485,25	37,21	25,98

1997	18,86	1 353,94	11,85	119,50	18,86	1 353,94	11,85	119,50	20,26	3 020,11	13,33	333,47	20,26	3 020,11	13,33	333,47	3,82	503,80	-3,57	25,05
1998	-18,82	1 099,09	-23,82	91,03	-18,82	1 099,09	-23,82	91,03	-17,50	2 491,53	-22,33	259,00	-17,50	2 491,53	-22,33	259,00	-29,22	356,60	-34,29	16,46
1999	-6,48	1 027,92	-14,06	78,23	-6,48	1 027,92	-14,06	78,23	-4,62	2 376,42	-12,21	227,37	-4,62	2 376,42	-12,21	227,37	-33,22	238,15	-40,12	9,86
2000	25,89	1 294,05	15,91	90,68	25,89	1 294,05	15,91	90,68	26,37	3 002,97	16,51	264,90	26,37	3 002,97	16,51	264,90	15,96	276,15	3,33	10,19
2001	15,50	1 494,65	7,05	97,07	15,50	1 494,65	7,05	97,07	13,93	3 421,37	5,85	280,40	13,93	3 421,37	5,85	280,40	77,34	489,74	46,37	14,91
2002	5,22	1 572,61	-2,15	94,98	5,22	1 572,61	-2,15	94,98	3,82	3 552,10	-3,12	271,66	3,82	3 552,10	-3,12	271,66	31,08	641,93	14,23	17,03
2003	38,47	2 177,53	29,34	122,85	38,47	2 177,53	29,34	122,85	37,13	4 871,12	28,48	349,02	37,13	4 871,12	28,48	349,02	57,39	1 010,33	38,19	23,54
2004	30,41	2 839,70	22,87	150,94	30,41	2 839,70	22,87	150,94	31,58	6 409,30	24,35	434,01	31,58	6 409,30	24,35	434,01	18,43	1 196,57	7,92	25,40
2005	8,29	3 075,06	2,51	154,73	8,29	3 075,06	2,51	154,73	12,16	7 188,85	6,67	462,98	12,16	7 188,85	6,67	462,98	-23,19	919,11	-30,88	17,56
2006	34,35	4 131,39	28,31	198,53	34,02	4 121,18	27,98	198,02	35,06	9 709,31	29,51	599,59	35,06	9 709,31	29,51	599,59	19,32	1 096,72	8,44	19,04
2007	-17,83	3 394,71	-21,39	156,07	-17,83	3 386,30	-21,42	155,60	-15,69	8 185,75	-19,05	485,36	-15,69	8 185,75	-19,05	485,36	-42,35	632,27	-47,69	9,96
2008	-37,34	2 127,27	-41,04	92,02	-37,84	2 104,93	-41,56	90,94	-37,73	5 097,46	-41,12	285,79	-37,73	5 097,46	-41,12	285,79	-31,31	434,31	-40,46	5,93
2009	27,45	2 711,15	19,90	110,33	27,80	2 690,12	20,15	109,26	27,99	6 524,25	21,28	346,60	27,99	6 524,25	21,28	346,60	24,63	541,28	8,26	6,42
2010	27,58	3 458,89	21,81	134,39	27,56	3 431,62	21,76	133,03	27,95	8 347,58	23,07	426,55	27,96	8 348,46	23,06	426,53	22,60	663,59	7,01	6,87

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT

Tabela 30. Roczne ceny i stopy zwrotu (w %) wg rodzaju nieruchomości za lata 2000-2010

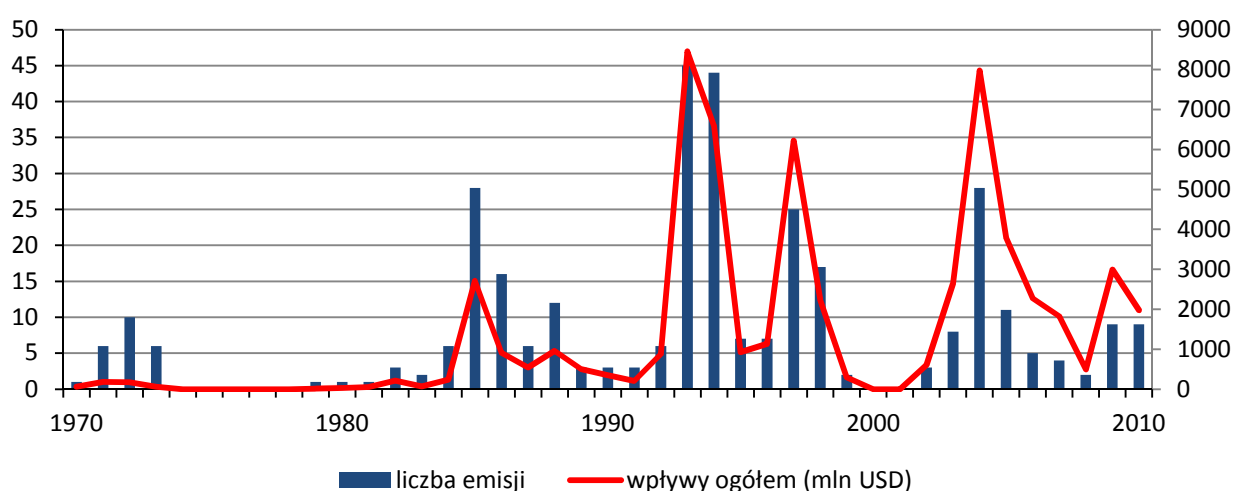
	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
Rodzaj nieruchomości	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem	Cena	Ogółem
przemysłowe/biurowe	23,26	33,38	-0,41	7,09	-5,94	0,87	24,62	33,26	18,42	25,24	6,71	12,85	34,06	39,39	-18,17	-14,86	-53,02	-50,28	21,40	29,17	12,52	17,04
biurowe	26,61	35,46	-0,79	6,65	-12,74	-6,82	24,84	34,01	16,22	23,28	6,76	13,11	39,76	45,22	-22,01	-18,96	-44,02	-41,07	28,04	35,55	14,50	18,41
przemysłowe	14,48	28,62	0,54	7,42	10,23	17,32	25,76	33,14	27,78	34,09	9,26	15,42	24,46	28,92	-3,17	0,38	-69,38	-67,47	4,84	12,17	13,60	18,89
wielofunkcyjny	22,63	31,96	-0,36	8,15	0,88	8,56	22,76	31,30	12,99	19,59	-0,12	7,40	22,07	28,27	-36,66	-33,09	-39,27	-33,99	25,34	34,90	2,82	8,75
handlowe	7,73	17,97	20,61	30,42	13,11	21,07	38,47	46,77	33,23	40,23	6,60	11,80	24,00	29,01	-18,97	-15,77	-51,28	-48,36	21,57	27,17	28,43	33,41
centra handlowe	4,27	15,10	19,83	29,89	9,63	17,72	34,99	43,12	29,63	36,25	3,59	9,27	29,73	34,87	-20,98	-17,68	-42,23	-38,84	-7,44	-1,66	25,83	30,78
„malls”	13,63	23,50	22,86	31,88	16,77	24,56	43,75	52,24	16,22	45,01	11,76	16,54	19,19	23,83	-18,80	-15,85	-62,79	-60,60	59,53	62,99	30,15	34,64
magazynowe	-0,34	8,95	12,06	23,95	13,65	21,76	27,71	35,91	26,02	32,87	-5,44	-0,49	21,13	30,74	-5,26	-0,43	-20,32	-15,09	16,15	25,93	29,32	37,37
mieszkniowe	25,24	34,30	2,02	9,04	-12,63	-5,99	17,65	25,90	24,08	32,71	8,30	13,69	33,81	38,93	-28,08	-25,21	-29,08	-24,89	22,81	30,82	40,87	46,01
apartamenty	26,40	35,53	1,67	8,66	-12,87	-6,15	17,22	25,49	26,50	34,71	9,12	14,65	34,76	39,95	-28,30	-25,43	-29,33	-25,13	22,37	30,40	41,89	47,04
domy	12,61	20,94	6,36	13,72	-9,60	-4,06	21,51	29,99	-8,40	6,40	-6,05	-2,58	11,57	15,34	-22,24	-19,34	-24,06	-20,18	33,33	40,92	22,11	27,02
zdywersyfikowane	15,21	24,11	4,80	12,51	-3,39	4,24	27,88	40,25	22,20	32,42	4,04	9,87	32,11	38,03	-25,40	-22,29	-31,84	-28,25	12,77	17,02	19,03	23,75
rekreacyjne	30,85	45,77	-16,33	-8,63	-7,03	-1,49	26,56	31,69	29,08	32,70	5,93	9,76	22,75	28,17	-25,98	-22,37	-62,72	-59,67	64,53	67,19	40,51	42,77
ochrona zdrowia	9,97	25,84	39,11	51,85	-3,08	4,82	41,64	53,59	13,35	20,96	-4,60	1,79	35,80	44,55	-3,47	2,13	-17,06	-11,98	15,76	24,62	12,71	19,20
magazyny samoobsługowe	6,50	14,69	36,54	43,24	-5,01	0,56	30,75	38,14	24,33	29,70	21,98	26,55	36,66	40,95	-27,16	-24,82	1,44	5,05	4,44	8,37	25,20	29,29
specjalne	-34,74	-31,60	-2,16	7,60	-10,62	-5,35	30,64	38,55	20,65	26,85	5,93	10,44	15,29	23,56	9,89	14,56	-29,07	-25,70	24,26	31,46		
las	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4,31	4,31
hipoteczne	3,33	15,96	46,37	77,34	14,23	31,08	38,19	57,39	7,92	18,43	-30,88	-23,19	8,44	19,32	-47,69	-42,35	-40,46	-31,31	8,26	24,63	7,01	22,60
Finansowanie mieszkaniowe	-1,60	9,16	68,36	102,03	11,40	28,25	22,74	42,73	12,88	24,91	-33,94	-25,95	3,87	14,75	-43,41	-38,23	-30,25	-20,02	11,18	28,19	5,04	21,02
Finansowanie komercyjne	10,13	25,60	10,17	37,37	21,27	38,50	68,54	84,67	-0,09	7,45	-22,82	-16,06	19,61	30,31	-54,29	-48,79	-78,24	-74,84	-46,15	-40,99	33,88	41,99

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT

3.8. Emisje kapitałowe REITs jako źródło pozyskiwania kapitału

IPO (Initial Public Offering) jest jedną z podstawowych form pozyskiwania kapitału przez REITs. Największe nasilenie tzw. pierwszych emisji kapitałowych miało miejsce w latach 1993 – 1994. Powody takiego stanu rzeczy mogły być trzy: potrzeba dopływu nowego kapitału, konieczność redukcji zadłużenia oraz planowane inwestycje¹⁶³.

W latach 1970 – 2000 amerykańscy inwestorzy w IPOs osiągalni średnio około 18% zwrotu w pierwszym dniu emisji akcji zwykłych. IPOs w sektorze REIT w tym samym okresie osiągały wzrost wartości udziału na poziomie około 0,21%¹⁶⁴.



Wykres 11. Wartość emisji kapitałowych REITs w USA w latach 1970-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT

Tak znaczące różnice w wynikach i zachowaniu akcji REIT i innych spółek giełdowych mogą być rezultatem trzech czynników:

- niepewności co do wartości nieruchomości tworzących portfel REIT – wartość nieruchomości oceniana jest jako mniej pewna aniżeli wartość akcji notowanych na giełdzie; wynika to między innymi ze specyfiki procesu wyceny takich aktywów jakimi są nieruchomości w portfelu inwestycyjnym, co z kolei jest efektem specyfiki samej nieruchomości jako składnika portfela inwestycyjnego,
- specyfiki inwestorów kupujących udziały REIT IPOs – większość inwestorów korzystających z oferty IPOs to inwestorzy indywidualni,

¹⁶³ R.T. Garrigan, J.F.C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts. Structure, Analysis and Strategy*, McGraw-Hill Companies Inc., Nowy jork 1997, s. 9

¹⁶⁴ REIT Watch, NAREIT 2011

- rodzaju struktury organizacyjnej zbliżonej do funduszu – tradycyjny REIT jest zbliżony swoją strukturą do funduszu inwestycyjnego zamkniętego z tą różnicą, że inwestuje w nieruchomości oraz wierzytelności zabezpieczone hipoteką, a fundusz powierniczy inwestuje w akcje i obligacje skarbowe. Jednakże ceny akcji IPOs REIT są często opatrzone wysokim stopniem niepewności w przeciwieństwie do jasno określonych cen akcji funduszy powierniczych¹⁶⁵.

Tabela 30 przedstawia kapitały pozyskane przez REITs oraz inne spółki za pośrednictwem IPOs w latach 1970 – 2010. W sumie w sektorze REITs w badanym okresie przeprowadzono 340 emisji kapitałowych na łączną kwotę ponad 58,5 mln USD. Kwota ta stanowi blisko 8% ogółu IPOs w USA, co w przypadku jednego tylko sektora jest bardzo wysokim udziałem w rynku.

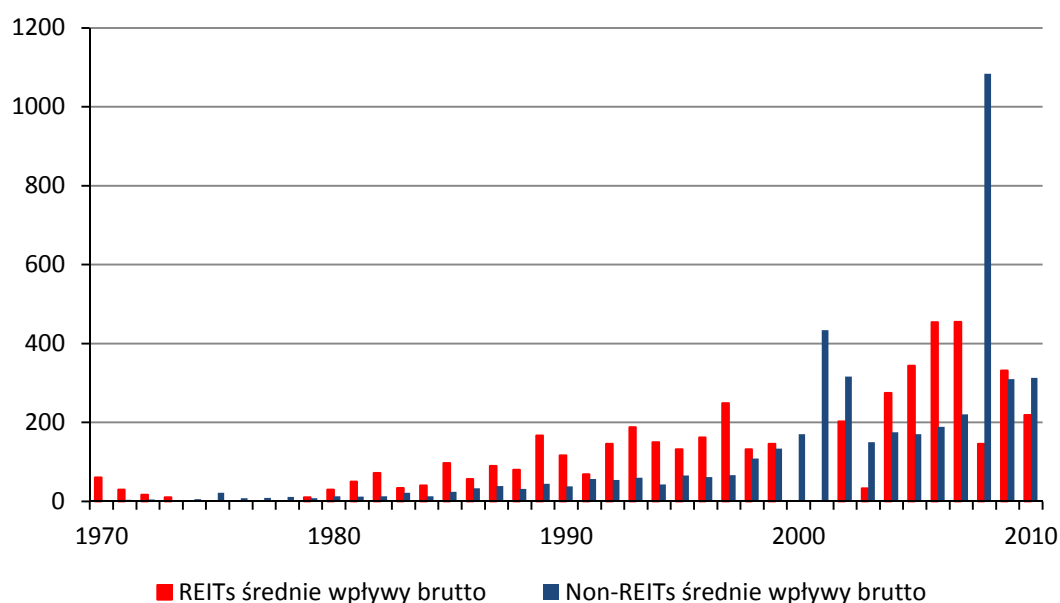
Tabela 31. Emisje kapitałowe IPO REITs oraz Non-REITs w USA w latach 1970 - 2010

	REITs			Non-REITs		
	liczba emisji	wpływy ogółem (mln USD)	średnie wpływy brutto (mln USD)	liczba emisji	wpływy ogółem (mln USD)	średnie wpływy brutto (mln USD)
1970-1979	24	481	13	1536	6663	8
1980-1989	78	6233	72	2391	62303	24
1990-1999	159	27313	149	4205	297401	69
2000-2010	79	24570	224	1438	326165	321
1970-2010	340	58597	117	9570	692532	111

Źródło: Opracowanie własne na podstawie NAREIT

IPO jest jednym z dwóch możliwości pozyskiwania przez REITs zewnętrznych źródeł kapitału, potrzebnego dla dalszych inwestycji. Wartość IPO odzwierciedla zarazem jakie zasoby kapitału możliwe są do pozyskania od inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych i jakie zostaną dalej przekazane na rynek nieruchomości. Może to świadczyć o wpływie REITs na rozwój tego rynku.

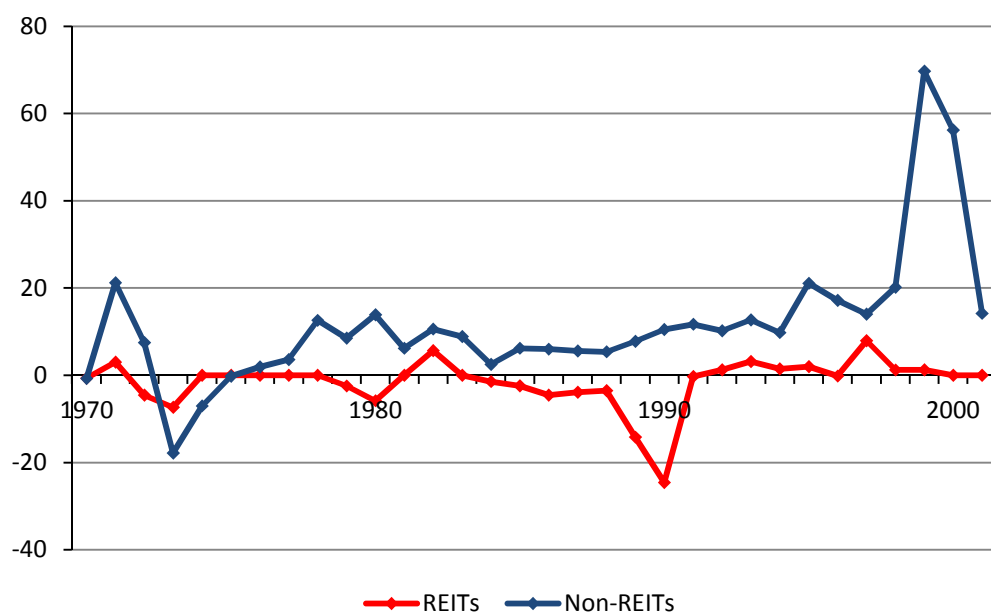
¹⁶⁵ Więcej: Wang Ko, Su Han Chan, George W. Gau, Initial public offerings of equity securities: Anomalous evidence using REITs, Journal of Financial Economics 31, 1992



Wykres 12. Wpływy z emisji kapitałowych REITs oraz Non-REITs

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT 2011

Niewątpliwie przed 1990 r. zniechęcające dla inwestorów były spadki cen akcji o średnio 3,1% już pierwszego dnia emisji, co zmieniło się po 1990 kiedy ceny rosły analogicznie o 2,4%.



Wykres 13. Średnia stopa zwrotu z IPO pierwszego dnia emisji REITs oraz Non-REITs

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT 2011

Dla sukcesu IPOs ważne jest, kto w nich uczestniczy. REIT IPOs z uczestnikami w większości w postaci inwestorów instytucjonalnych i gwarantowane przez posiadający prestiżową pozycję bank zazwyczaj osiągało lepsze wyniki. Inwestorzy powinni natomiast unikać IPOs REIT z określonym czasem trwania funduszu, jednak takich było jedynie kilka w historii emisji kapitałowych REITs w USA.

Można przypuszczać, że w przyszłości REITs IPOs będą się zachowywały podobnie jak innych spółek. Będzie miała na to wpływ zwiększająca się liczba inwestorów instytucjonalnych oraz coraz lepsze standardy wyceny REIT, wspomagane lepszym przepływem informacji, technikami informacyjnymi, itd.

* * *

Real estate investment trust (REIT) jest rodzajem zamkniętego funduszu stworzonego po to, aby inwestować w nieruchomości, papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką lub w jedno i w drugie. REIT można uznać za efektywną strukturę służącą finansowaniu i zarządzaniu nieruchomościami.

Jednym z krajów uznawanych za pionierów REITs na świecie są Stany Zjednoczone Ameryki Północnej. Kongres USA wprowadził struktury REITs w 1960 roku aby umożliwić inwestorom udział w dochodowych nieruchomościach komercyjnych, wykorzystując jednocześnie dogodności wynikające z udziału w funduszu inwestycyjnym.¹⁶⁶ Na przestrzeni ostatnich 50 lat fundusze typu REIT stały się jednym z najważniejszych segmentów gospodarki i rynku inwestycyjnego w USA. O rosnącym znaczeniu REIT świadczyć może wzrost wartości kapitalizacji rynku REIT w ciągu ostatnich 10 lat z 90 do blisko 360 mld USD.

Biorąc pod uwagę podstawowe cechy REITs, jak niewielką zmienność w długim okresie, stałe dochody z inwestycji, relatywnie wysokie dywidendy, wysoką płynność, niską korelację z rynkiem akcji oraz profesjonalne zarządzanie, fundusze typu REITs 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, jednocześnie zapewniając płynność akcji czy też obligacji. Rosnące znaczenie tej formy inwestowania zostało w 2001 roku

¹⁶⁶ S.H.Chan, J.Erickson, K.Wang: „Real Estate Investment Trust. Structure, performance and invest opportunities”, Oxford University Press, New York 2003, s. 3

wzmocnione poprzez zakwalifikowanie udziałów w funduszach typu REIT do indeksu S&P 500¹⁶⁷.

Zaprezentowane w rozdziale doświadczenia REITs w USA wskazują na silny wpływ tego instrumentu na rozwój systemu finansowania rynku nieruchomości oraz na rozwój samego rynku nieruchomości. Przez ponad 50 lat swojej historii, REITs stały się znacznym źródłem środków finansujących nieruchomości. Uwzględniając przy tym niską korelację REITs z rynkiem akcji, należy stwierdzić, że spełniły one oczekiwania inwestorów. Może o tym świadczyć dynamiczny wzrost kapitalizacji rynku, a co za tym idzie przyrost kapitałów finansujących bezpośrednio inwestycje w nieruchomości. Reasumując REITs w USA stały się efektywnym kanałem pozyskiwania kapitału, służącego rozwojowi rynku nieruchomości.

Na podstawie historycznych wyników inwestycyjnych REITs w USA można zaobserwować, że REITs nie są instrumentem służącym osiągnięciu wysokiej stopy zwrotu w krótkim okresie. Dlatego też wybierany jest przez inwestorów poszukujących stabilnej i stosunkowo bezpiecznej lokaty kapitału, nastawionych na długi horyzont inwestycyjny. Cechy te znajdują swoje odzwierciedlenie w historycznym poziomie wypłacanych przez REITs dywidend na przestrzeni ostatnich 40 lat.

Doświadczenia amerykańskie w kontekście sytuacji na polskim rynku nieruchomości powinny być sygnałem do przeprowadzenia próby wprowadzenia REITs na gruncie polskim. Nawiązując do analizy dynamiki rozwoju sektora funduszy nieruchomości w Polsce nasuwa się jednoznaczny wniosek, że w obcej formie, rynek funduszy nieruchomości nie będzie miał znaczącego i widocznego wpływu na rozwój rodzimego rynku nieruchomości. Nie stanowi bowiem atrakcyjnej z punktu widzenia potencjalnego inwestora, lokaty kapitału, a tym samym nie będzie w stanie pozyskać znacznych zasobów wolnego kapitału.

¹⁶⁷ S&P 500 jest indeksem w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji, notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ, są to głównie firmy amerykańskie. Indeks ten jest najbardziej znanym wskaźnikiem zarządzanym przez Standard & Poor's, oddział McGraw-Hill..

ROZDZIAŁ 4

EUROPEJSKIE REGULACJE W ZAKRESIE TWORZENIA STRUKTUR FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI TYPU REITS

4.1. Regulacje prawne dotyczące europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych UCITS oraz non-UCITS

Europejski rynek funduszy inwestycyjnych podlega coraz szerszym regulacjom, zmierzającym do ujednolicenia i harmonizacji przepisów dotyczących wszystkich krajów członkowskich Unii Europejskiej.

Pierwotnym aktem prawnym regulującym kwestie działalności funduszy inwestycyjnych na terenie Unii Europejskiej była ogłoszona w 1985 r. dyrektywa Rady 85/611/EWG z 20.12.1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania¹⁶⁸ w zbywalne papiery wartościowe (UCITS¹⁶⁹), podlegająca stałym modyfikacjom.

Dyrektywa UCITS wraz z aktami wykonawczymi stwarza ramy prawne ułatwiające prowadzenie transgranicznej działalności przez fundusze UCITS oraz spółki zarządzające UCITS w obrębie Unii Europejskiej (Europejskiego Obszaru Gospodarczego), a także harmonizuje zasady prowadzenia działalności przez spółki zarządzające UCITS, co będzie miało bezpośrednie przełożenie na określenie norm obowiązujących towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dyrektywa UCITS odgrywa kluczową rolę w tworzeniu stabilnych, wspólnych ram prawnych dla europejskiego rynku instytucji wspólnego inwestowania typu UCITS¹⁷⁰.

Dominującym typem funduszy inwestycyjnych w Europie są fundusze otwarte, czyli fundusze określane zgodnie z unijnymi dyrektywami jako fundusze UCITS¹⁷¹. Pozostałe fundusze klasyfikowane są jako tzw. non-UCITS. Jednolite zasady funkcjonowania funduszy UCITS mają na celu głównie stworzenie jednakowych warunków dla konkurencji między funduszami z różnych krajów członkowskich inwestujących w papiery wartościowe oraz

¹⁶⁸ Unijne prawo określa fundusze inwestycyjne zawsze jako instytucje (przedsięwzięcia) wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe.

¹⁶⁹ Dyrektywa UCITS nie obejmuje swoimi regulacjami wszystkich rodzajów funduszy, w tym m.in. funduszy hedgingowych oraz funduszy typu Real Estate Investment Trust.

¹⁷⁰ *Stosowanie przepisów UCITS IV od dnia 1 lipca 2011*, Materiał informacyjny Komisji Nadzoru Finansowego, stan na dzień 30.06.2011

¹⁷¹ D.Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu Sp. zo.o., Warszawa 2008, s. 145.

stworzeniu w skali wspólnotowej efektywnych instrumentów ochrony inwestorów posiadających tytuł uczestnictwa emitowanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania.

Dyrektywa UCITS stosowana jest w odniesieniu do podmiotów, które mają siedzibę na terytorium jednego z państw Unii Europejskiej i spełniają poniższe warunki:

- wyłącznym przedmiotem ich działalności jest inwestowanie na rachunek uczestników zebranych publicznie środków w przenaszalne papiery wartościowe dobrane wg zasady rozpraszania ryzyka inwestycyjnego,
- wyemitowane przez nie tytuły uczestnictwa są zbywalne i odkupowane na każde żądanie uczestnika funduszu, czyli osoby, której przysługują¹⁷².

Mimo licznych nowelizacji i wprowadzania kolejnych dyrektyw unijnych, ciągle pozostaje grupa funduszy tzw. non-UCITS, nie podlegającym omawianym regulacjom. Poza zakresem stosowania UCITS są nadal:

- fundusze inwestycyjne zamknięte, nieodkupujące wyemitowanych jednostek udziałowych na żądanie właścicieli,
- instytucje typu otwartego, które nie stosują limitów inwestycyjnych lub w jakikolwiek inny sposób nie podlegają dyrektywie UCITS,
- fundusze tzw. prywatne, tzn. gromadzące kapitał w inny sposób niż za pośrednictwem oferty publicznej,
- instytucje wspólnego inwestowania z siedzibą poza granicami Unii Europejskiej lub sprzedające swoje jednostki uczestnictwa wyłącznie poza granicami wspólnoty europejskiej¹⁷³

Fundusze działające zgodnie z UCITS mogą obecnie prowadzić dystrybucję swoich tytułów uczestnictwa na terenie wszystkich Państw Członkowskich bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenie w każdym z krajów członkowskich.

Dyrektywa jest uzupełniana o inne elementy, zmieniając dotychczasowe regulacje i tworząc kompletne europejskie środowisko prawne:

- dyrektywa 1985/611 – tzw. UCITS I¹⁷⁴,

¹⁷² M. Dausies (red.), *Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, C.H.Beck, Warszawa 1999, s.589.

¹⁷³ G.Borowski, Wpływ nowelizacji Dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych, "Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i socjologiczny" 2003, r. 65, z. 1, s. 132.

¹⁷⁴ *Official Journal of the European Union*, nr 375 z 31 grudnia 1985.

- dyrektywa 2001/108 - tzw. UCITS II¹⁷⁵, rozszerzyła katalog aktywów, w które fundusze UCITS mogą inwestować, oraz zmodyfikowała zasady prowadzenia polityki inwestycyjnej funduszy,
- dyrektywa 2001/107 - tzw. UCITS III¹⁷⁶, wprowadziła zasady dotyczące funkcjonowania spółek zarządzających funduszami UCITS oraz usystematyzowała obowiązki informacyjne funduszy, np. obowiązek sporządzania uproszczonych prospektów.
- dyrektywa 2007/16¹⁷⁷, dotyczyła wykonywania dyrektywy 85/611 w zakresie wyjaśniania niektórych definicji¹⁷⁸,
- dyrektywa 2009/65/WE - tzw. UCITS IV¹⁷⁹

UCITS IV jest kontynuacją istniejącej już od ponad 20 lat Dyrektywy 85/611/EWG regulującej tematykę przedsiębiorstw inwestycyjnych i składa się z dwóch uzupełniających się legislacji: Dyrektywy 2009/65/WE z 13 lipca 2009 oraz Dyrektyw 2010/42/WE i 2010/43/WE z 1 lipca 2010 roku, stanowiących tzw. poziom drugi implementacji. Akty te funkcjonują razem, jako tzw. Dyrektywa UCITS IV, która kompleksowo reguluje funkcjonowanie rynku funduszy inwestycyjnych.

Głównym celem UCITS IV jest przede wszystkim ujednolicenie zasad, na jakich funkcjonuje europejski rynek jednostek funduszy inwestycyjnych oraz wzmocnienie jego konkurencji, czego efektem ma być zwiększenie ochrony inwestorów funduszy. Dyrektywa UCITS IV wprowadza szereg nowych rozwiązań ułatwiających działalność towarzystw funduszy inwestycyjnych na jednolitym rynku europejskim. Wśród tych rozwiązań najważniejsze to z pewnością wprowadzenie na rynku jednostek funduszy inwestycyjnych zasad tzw. jednolitego paszportu europejskiego oraz ułatwienie nadzorczych procedur notyfikacyjnych dla działalności transgranicznej, czy umożliwienie międzynarodowych połączeń funduszy inwestycyjnych oraz tworzenie struktur funduszy typu „*master – feeder*”. Poprzez ujednolicenie zasad regulacyjnych oraz eliminację barier wejścia na rynki poszczególnych krajów UE, zasady te tworzą grunt dla powstania jednolitego rynku funduszy, a tym samym zwiększania konkurencji. Z punktu widzenia towarzystw funduszy inwestycyjnych, opisywana grupa nowych regulacji określa horyzont nowych możliwości i

¹⁷⁵ *Official Journal of the European Union* L nr 41, z dnia 10 lutego 2001.

¹⁷⁶ *Official Journal of the European Union* L nr 19, z dnia 20 stycznia 2001.

¹⁷⁷ *Official Journal of the European Union* L nr 79, z dnia 20 marca 2007.

¹⁷⁸ T. Nieborak, Integracja rynku kapitałowego Unii Europejskiej – aspekty regulacyjno – prawne, DIFIN, Warszawa 2008, s.277.

¹⁷⁹ *Official Journal of the European Union* L nr 302, z dnia 17 listopada 2009.

udogodnień, jednocześnie stanowiąc dla nich wyzwanie, którego stawką będzie walka o klienta na jednolitym rynku europejskim.¹⁸⁰

Celem Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniająca dyrektywy 2004/39/WE i 2009/.../WE jest rozszerzenie właściwej regulacji i nadzoru na wszystkie podmioty i każdy typ działalności, który wiąże się ze znacznym ryzykiem. Proponowane akty prawne wprowadzą zharmonizowane wymogi obowiązujące podmioty zajmujące się zarządzaniem i administrowaniem alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI – Zarządzający Alternatywnymi Funduszami Inwestycyjnymi)¹⁸¹. Powyższe fundusze są zdefiniowane, jako wszystkie fundusze, które nie są uregulowane w dyrektywie UCITS IV. Sektor ten obejmuje fundusze hedgingowe i private equity, a także fundusze inwestujące na rynku nieruchomości lub surowców, fundusze inwestycji infrastrukturalnych oraz inne typy funduszy instytucjonalnych (AFI – Alternatywne Fundusze Inwestycyjne).¹⁸²

Kolejnym elementem Dyrektywy jest nowa struktura odnosząca się do strategii inwestycyjnych. Struktura funduszu podstawowego i powiązanego (ang. Master – Feeder structure) zakłada istnienie funduszu podstawowego, w który fundusz powiązany inwestuje co najmniej 85% wartości aktywów netto. Struktura ta zakłada, że inwestorzy za pośrednictwem funduszu zlokalizowanego lokalnie („feeder’a”) mogą inwestować swoje środki w fundusz zlokalizowany w innym państwie („master”). Korzyścią, jaką niesie ze sobą taka konstelacja jest centralizacja zarządzania aktywami a tym samym obniżenie kosztów.

Druga grupa nowych regulacji proponowanych przez UCITS IV jest bezpośrednio ukierunkowana na ochronę interesów inwestorów, poprzez nałożenie na fundusze inwestycyjne i zarządzające nimi towarzystwa szeregu nowych wymogów w obszarze zarządzania ryzykiem, konfliktami interesów, struktury organizacyjnej oraz audytu wewnętrznego i innych. Dyrektywa eksponuje znaczenie ryzyka w procesie zarządzania. Wymogi Dyrektywy nakazują towarzystwom zarządzającym funduszami dokonać rewizji struktury organizacyjnej oraz dokładnie ją udokumentować uwzględniając jasny podział odpowiedzialności. Dyrektywa przykładą dużą wagę do zarządzania spółką inwestycyjną, w tym przede wszystkim do procesu zarządzania ryzykiem. Wśród wymogów pojawia się obowiązek wdrożenia i udokumentowania odpowiedniej polityki zarządzania ryzykiem, w

¹⁸⁰ B.Graczyk, M.Kocon, *UCITS IV: nowe regulacje dla sektora funduszy inwestycyjnych*, KPMG Baza wiedzy, Artykuły i komentarze, www.kpmg.com/pl/, data publikacji 01.08.2011.

¹⁸¹ Więcej w: *The evolving investment strategies of UCITS*, EFAMA Report, May 2011, Bruksela.

¹⁸² Spotkanie środowiska funduszy inwestycyjnych z kierownictwem Komisji Nadzoru Finansowego, Notatka ze spotkania zamieszczona na portalu informacyjnym Komisji Nadzoru finansowego, www.knf.gov.pl, Warszawa 2.10.2009.

ramach której ma działać system zarządzania ryzykiem ukierunkowany nie tylko na ocenę ryzyka poszczególnych pozycji w zarządzanym portfelu ale także na wpływ tych pojedynczo ocenianych ryzyk na cały portfel. System ten musi być adekwatny do skali prowadzonej działalności. Dyrektywa nakłada również obowiązek wprowadzenia mechanizmu okresowego monitoringu i przeglądu systemu zarządzania ryzykiem plasując jego spełnienie jako jedno z kryteriów oceny adekwatności systemu.¹⁸³

Jednym z głównych celów wprowadzania UCITS IV jest zwiększenie ochrony klientów inwestujących w fundusze. Będzie to realizowane przede wszystkim przez zwiększone wymogi w sferze informacyjnej. Zmiany w polityce informacyjnej funduszu wobec klientów pozwolą na przekazywanie informacji w postaci zrozumiałych komunikatów na podstawie których inwestor we własnym zakresie będzie mógł podejmować decyzje inwestycyjne. Obok obowiązków informacyjnych realizowanych poprzez publikację prospektu emisyjnego czy sprawozdania finansowego Dyrektywa obliguje spółki inwestycyjne do publikowania krótkiego dokumentu zawierającego kluczowe informacje dla inwestorów – tzw. KII (ang. Key Investor Information), który ma zastąpić skrót prospektu informacyjnego czyniąc tym samym informacje przekazywane przeciętnemu odbiorcy bardziej zrozumiałymi.¹⁸⁴

Rewolucyjne zmiany, które czekają na wdrożenie w krajach członkowskich stanowią wielką niewiadomą dla Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych. Wielu specjalistów uważa, że UCITS IV zmieni krajobraz funduszy w Polsce i UE. Jednak zdania te są podzielone na te, które mówią, że z punktu widzenia klienta, największą zmianą będzie łatwiejsza możliwość nabycia jednostek zagranicznych funduszy inwestycyjnych, bogatsza oferta funduszy oraz ich większa konkurencyjność, natomiast z punktu widzenia zarządzających funduszami inwestycyjnymi, zmiany są różnej natury, lecz dużej istotności.

Napływ kapitału do europejskich funduszy UCITS w 2010 r. szacowany jest na 166 mld EUR. Krajami, które zanotowały największe napływy kapitału w kierunku funduszy inwestycyjnych są Luksemburg, Irlandia, Wielka Brytania (w sumie 269 mld EUR). Porównując to do rynku funduszy non-UCITS aktywa w tym przypadku wzrosły w 2010 roku aż o 16,6% osiągając wartość 2,03 mld EUR¹⁸⁵.

¹⁸³ B.Graczyk, M.Kocon, *UCITS IV: nowe regulacje dla sektora funduszy inwestycyjnych*, KPMG Baza wiedzy, Artykuły i komentarze, www.kpmg.com/pl/, data publikacji 01.08.2011.

¹⁸⁴ Ibidem.

¹⁸⁵ Annual Report 2010, European Fund and Asset Management Association, Bruksela 2011.

4.2. EU – Real Estate Investment Trusts

Europejski rynek funduszy inwestycyjnych w dużej części regulowany jest omówionymi powyżej dyrektywami unijnymi. Niestety fundusze typu REITs nie są objęte tymi przepisami, co skutkuje brakiem jednolitych warunków tworzenia i funkcjonowania REITs na terenie Europy. Mimo jednak braku wyraźnych ram legislacyjnych, warunkujących powstawanie REITs w Europie, obserwowany jest samoistny proces rozwoju tego sektora. Proces ten wspierany jest natomiast przez stowarzyszenia zrzeszające REITs oraz osoby lobbujące tę formę finansowania inwestycji na rynku nieruchomości¹⁸⁶.

Pomimo tego, że struktury REITs różnią się między sobą w zależności od kraju pochodzenia, można wyróżnić w każdej z nich cechy wspólne:

- posiadanie i wynajmowanie nieruchomości stanowi podstawową formę działalności REITs,
- struktura podatkowa REITs w każdym kraju jest transparentna,
- wymagany poziom wypłacanych dywidend,
- struktura jest zbliżona do funduszu zamkniętego,
- większość REITs podlega wymogowi obowiązkowego notowania na giełdzie.

Różnice i podobieństwa widoczne są na przykładzie REIT amerykańskich (US-REIT) oraz niemieckich (G-REIT). Obie struktury charakteryzują się takimi samymi wymogami jeżeli chodzi o poziom wypłacanych dywidend, który wynosi 90% rocznych dochodów funduszy. Z drugiej strony zasadniczo różnią się pod względem dopuszczalnej konstrukcji portfela nieruchomości. G-REITs nie mogą inwestować w nieruchomości mieszkaniowe wybudowane przed 2007 rokiem. Szczegółowe różnice zostaną zaprezentowane w dalszej części rozdziału.

Z każdym rokiem przybywa struktur typu REIT na całym świecie. Według European Public Real Estate Association (EPRA) Europa reprezentuje zaledwie 22,6% globalnej kapitalizacji REIT szacowanej na ok. 754 mld EUR pomimo posiadania 42,3% aktywów w rynku bezpośrednich inwestycji na rynku nieruchomości. Niewielki udział notowanych na giełdach aktywów opartych o nieruchomości w porównaniu z całkowitą kapitalizacją rynku (4,9%) sugeruje potencjał dużego wzrostu¹⁸⁷.

¹⁸⁶ R.J.B.Wijs, *What would the ideal REIT look like?*, *Global REIT Survey supplement*, EPRA, 2010.

¹⁸⁷ EPRA Global REIT Survey 2010, EPRA 2010, Bruksela.

Analitycy EPRA przewidują, że długookresowo o 140 mld EUR wzrosną aktywa na europejskim rynku kapitałowym, a głównym czynnikiem prognozowanego wzrostu jest wprowadzenie prawodawstwa umożliwiającego tworzenie struktur REIT na największych europejskich rynkach. Ponadto solidne fundamenty ekonomiczne oraz wyrastający popyt inwestorów lokujących w nieruchomości wzmocni wzrost rynku kapitałowego.

REIT gromadząc kapitał, którego przeznaczeniem są inwestycje na rynku nieruchomości, stanowią już obecnie bardzo istotny podmiot kreowania popytu na globalnym rynku. W ten sposób przyczyniają się do jego rozwoju. Kraje, które zaniechają wprowadzenia regulacji prawnych dotyczących REIT, będą mogły podlegać zahamowaniom procesów rozwojowych w obrębie własnych rynków nieruchomości.

Tempo i tendencje rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Europie i na świecie pokazują, że mechanizmy finansowania rynku nieruchomości w Polsce są niedostosowane do globalnych trendów. Fakt długotrwałego i mało skutecznego procesu integracji z rynkiem europejskim powoduje, że od początku funkcjonowania rynku funduszy nieruchomości w Polsce nie można powiedzieć o dynamicznym jego rozwoju.

Fundusze REIT są obecnie bardzo popularną, efektywną pod względem podatkowym i podlegającą szybkiej ewolucji formą pośredniego inwestowania w nieruchomości. REIT można zdefiniować jako podmiot o charakterze funduszu inwestycyjnego, posiadający formę prawną spółki akcyjnej. Ogólnie działalność REIT opiera się na kilku podstawowych zasadach. Po pierwsze, większość przychodu pochodzi z działalności na rynku nieruchomości. Ponadto, głównym elementem charakteryzującym ten segment funduszy jest ich specyficzny status podatkowy, zakładający zwolnienie z podatku dochodowego na poziomie korporacyjnym pod warunkiem wypłaty akcjonariuszom minimum 90 proc. zysku w formie dywidendy. Ma to na celu zniesienie podwójnego opodatkowania udziałowców, którzy płacą go od dywidend i zysków kapitałowych.

Funkcjonowanie REIT opiera się na ściśle określonych regulacjach prawnych i pod nadzorem odpowiednich organów, w zależności od kraju pochodzenia funduszu. Wśród najistotniejszych warunków dysponowania statusem REIT można wymienić m.in.: posiadanie przynajmniej 100 akcjonariuszy, nieograniczona zbywalność akcji, inwestycje w nieruchomości na poziomie nie mniejszym niż 75 proc. aktywów, osiąganie trzech czwartych przychodów spółki z czynszów wynajmowanych nieruchomości lub odsetek od udzielanych kredytów hipotecznych. Istnieje także możliwość wejścia REIT na giełdę. Zalety podatkowe REIT i szczegółowe zasady funkcjonowania zależą do ustawodawstwa w poszczególnych krajach.

REITs jako formy inwestowania na rynku nieruchomości posiadają pewne zalety, m.in.:

- umożliwiają inwestorom indywidualnym dostęp do zdywersyfikowanych zarówno geograficznie jak i funkcjonalnie rynków nieruchomości, eliminując tym samym wady bezpośredniego inwestowania w nieruchomości,
- możliwość ponoszenia niewielkich nakładów inwestycyjnych i osiąganie stabilnych dochodów w postaci dywidendy,
- relatywnie niskie koszty transakcyjne,
- wysoka płynność inwestowania wynikająca z łatwego wejścia i wyjścia z funduszu,
- profesjonalnie zdywersyfikowany portfel inwestycyjny zapewnia wysoki poziom bezpieczeństwa, szczególnie ważny dla prywatnych inwestorów.

Zarówno REITs jak i inne spółki notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości posiadają zalety, które mogą wykorzystać także inwestorzy instytucjonalni. Inwestując na giełdzie łatwo osiągnąć ekspozycję na rynek nieruchomości w sposób szybki, efektywny oraz przy niskich kosztach. Należy jednak pamiętać, że kupując akcje REITs i spółek sektora nieruchomości inwestor wystawia się także na ryzyko zarówno samych nieruchomości, jak i jakość kadry zarządzającej.

REITs musi wypracować strategię działania, tzn. przyjąć pewien poziom ryzyka i poziom stopy zwrotu, który zaakceptuje rynek. Przed zakupem nieruchomości należy dokonać wyceny nieruchomości oraz ocenić wszystkie jej wady. Atrakcyjne są nieruchomości z wysokim poziomem pustostanów, nieruchomości przemysłowe, które mają określony okres działalności, stare lub techniczne niefunkcjonalne, działki z potencjałem inwestycyjnym.

Według raportu „The EU REIT and the Internal Market for Real Estate” opracowanego w listopadzie 2007 roku na Uniwersytecie w Maastricht istnieje konieczność uregulowania kwestii formalnych i prawnych związanych z funkcjonowaniem REIT w poszczególnych krajach europejskich¹⁸⁸. Raport prezentuje pięć głównych czynników przemawiających za wprowadzeniem tej formy regulacji:

- potrzeba złagodzenia rosnącej konkurencji wraz z rosnącą liczbą narodowych funduszy nieruchomości,

¹⁸⁸ Eichholtz, P.M.A., N. Kok, *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. Research Report for the European Property Federation*, Brussels, listopad 2007.

- możliwość zwiększenia stabilności i bezpieczeństwa rynku, poprzez zapewnienie właściwego funkcjonowania wewnętrznego rynku nieruchomości (Unia Europejska może zrobić duży krok w kierunku zaangażowania się w kontrolę i stabilizację rynków nieruchomościowych),
- umożliwienie inwestorom w małych krajach członkowskich, którzy nie mają dostępu do dobrej jakości inwestycji nieruchomościowych w innych krajach członkowskich lub dostęp do dobrych produktów w ich własnych krajach,
- odwrócenie powszechnej tendencji rejestracji spółek działających na rynku nieruchomości w krajach należących do tzw. rajów podatkowych,
- rozwój specjalizacji w inwestowaniu w nowoczesne segmenty rynku nieruchomości, które wymagają postępu na skalę europejską, jak: zakłady biotechnologii, domy spokojnej starości, osiedla studenckie, koszary oraz placówki zdrowotne¹⁸⁹.

Raport wprowadza także wzorcowe cechy struktury REIT, do których należą:

- obowiązek dystrybucji dywidendy. Obecnie w Europie dywidenda dystrybuowana jest na poziomie 0-100%. Raport sugeruje dystrybucję na poziomie 80-100% oraz
- równe traktowanie dochodu z czynszu i od wzrostu wartości kapitałowej, co w konsekwencji umożliwiłoby otrzymanie wysokich stóp zwrotu i gwarantowałoby opodatkowanie tylko na poziomie inwestora,
- ujednolicona struktura prawna w zakresie zarządzania wewnętrznego lub zewnętrznego. Raport sugeruje zarządzanie wewnętrzne, ponieważ poziom wydatków w przypadku zarządzania zewnętrznego jest duży większy, pomimo że stopy zwrotu przy każdym rodzaju zarządzania plasują się na podobnym poziomie,
- ograniczenia związane z zadłużeniem, które mają na celu ochronę interesów udziałowców. Według raportu nie powinny istnieć tego typu ograniczenia, ponieważ mogą one doprowadzić do zmniejszenia konkurencyjności funduszy, szczególnie w okresach stagnacji rynkowej albo w okresach niskich stóp procentowych.

Znaczenie funduszy typu REITs na świecie systematycznie rośnie. Podkreślana potrzeba ujednolicenia europejskiego rynku REITs wydaje się uzasadniona w kontekście dynamicznej ekspansji funduszy amerykańskich i azjatyckich. Aktualny stan regulacji dotyczących REITs na świecie oraz liczbę funkcjonujących w ramach krajowych rynków REITs przedstawia tabela 32.

¹⁸⁹ <http://www.polishproperties.com.pl>, Artykuł Koncepcja EU REIT przedstawiona na Barcelona Meeting Point Barcelona 2007, dane z 30.08.2011

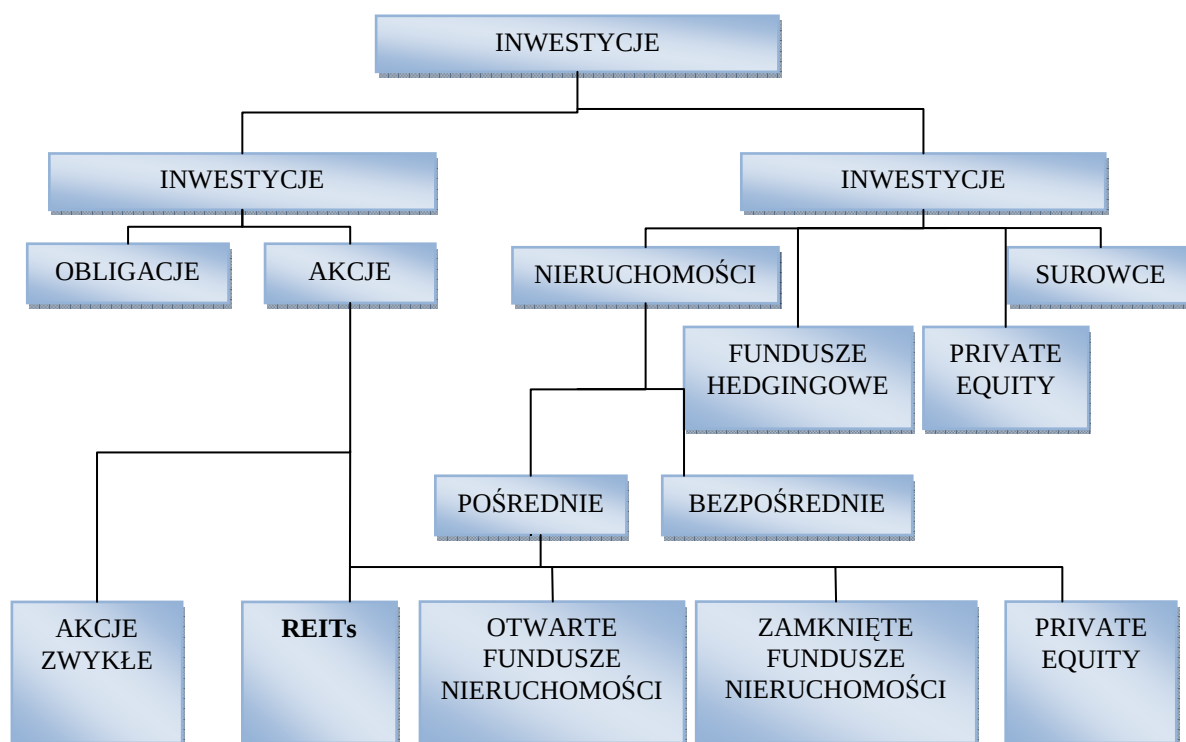
Tabela 32. Fundusze typu REITs na świecie

kraj	typ funduszu	rok powstania	liczba funduszy	Property companies
Ameryka Południowa i Północna			226	170
USA	REIT	1960	184	103
Kanada	REIT	brak aktu	33	49
Meksyk	REIT – Fideicomiso Inmobiliario	2004	0	1
Puerto Rico	REIT	1972 – zmiana 2000	0	0
Kostaryka	FII (Fondos de Inversion Inmobiliario)	1997	0	0
Brazylia	FII (Fondos de Inversion Inmobiliario)	1993	9	17
Europa			95	356
Wielka Brytania	REIT	2007	13	158
Holandia	FBI (fiscal investment institution)	1969	9	5
Belgia	SICAFI (Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière)	1990 i 1995	14	32
Francja	SIIC (Société d'Investissements Immobilières Cotées)	2003 – zmiana 2005	27	48
Włochy	REIT	2007	0	14
Niemcy	G-REIT	2007	13	92
Bulgaria	REIT	2004	19	1
Turcja	REIT (Real Estate Investment Trusts Gayrimenkul Yatirim Ortakligi)	1998	11	1
Grecja	REMF (Real Estate Mutual Fund)	1999	2	5
Afryka				
RPA	Property Unit Trust	1976	5	26
Australia i Oceania				
Australia	Australian Listed Property Trust	1981	63	61
Nowa Zelandia	Unit/discretionary trust	-	8	4
Azja			101	447
Hong Kong	REIT	2003	6	117
Singapur	REIT	1999	16	40
Japonia		2000	41	126
Korea Południowa	REIT	2001	11	1
Tajwan	REIT	2003	7	41
Malezja	REIT	2004	13	86
Tajlandia	Property Fund for Public Offering	2002	7	36
RAZEM			498	1,064

Źródło: AME Capital& Bloomberg

Nieruchomości stanowią istotny element portfela dla funduszy emerytalnych i pozostałych inwestorów, z których wielu decyduje się zwiększyć swoje zaangażowanie na rynku nieruchomości poprzez notowane na giełdzie firmy zajmujące się nieruchomościami.

W ciągu ostatnich dwudziestu lat wartość tego rynku znacznie wzrosła, z 28 mld EUR na początku lat osiemdziesiątych do około 1,2 bln EUR w 2007 roku¹⁹⁰.



Rysunek 20. REITs jako forma inwestycji

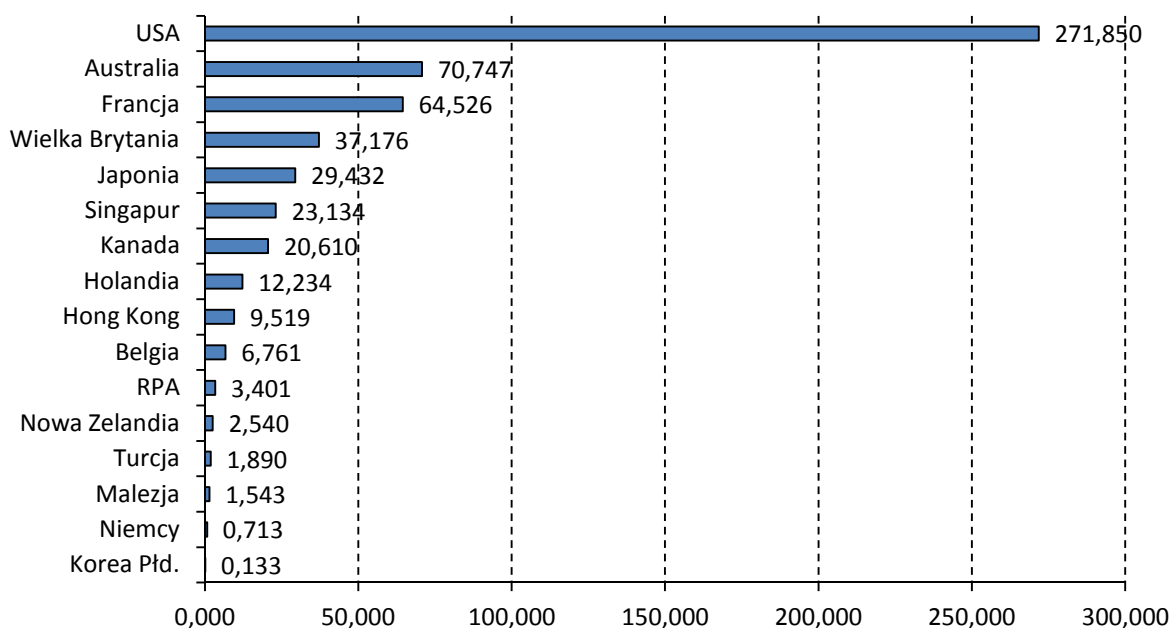
Źródło: Red. J.Schäfer, *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, Wydawnictwo C.H.Beck, Monachium 2007, s. 23

Jak wynika z rysunku 20 REITs jako forma inwestycji umiejscowione są na granicy rynku finansowego i rynku nieruchomości, dzięki czemu możliwości pozyskiwania kapitału nie ograniczają się jedynie do inwestorów zainteresowanych jednym lub drugim rynkiem. REITs, dzięki swojej konstrukcji oraz przedmiocie inwestycji są alternatywą dla bardzo szerokiej grupy inwestorów.

Według autorów raportu *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate* nieustannie zmieniający się charakter regulacji dotyczących udziału w nieruchomościach w całej UE powoduje, że wtórny rynek nieruchomości pozostaje podzielony. Fragmentacja ta utrudnia konkurencję pomiędzy firmami zajmującymi się obrotem nieruchomości z różnych

¹⁹⁰ Eichholtz, P.M.A., N. Kok: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. Research Report for the European Property Federation*, Brussels, listopad 2007.

państw członkowskich UE, a w większym stopniu nawet pomiędzy firmami zajmującymi się obrotem nieruchomościami a inwestorami na rynku pierwotnym, którzy nie są narażeni na podwójne opodatkowanie i w swojej działalności i formach finansowania spotykają się z mniejszymi ograniczeniami¹⁹¹.



Wykres 14. Kapitalizacja rynku REIT na świecie (w mln USD)

Źródło: Global Real Estate Investment Trust Report 2010, Ernst&Young

Podzielony rynek w UE znacząco różni się od rynku w Stanach Zjednoczonych, gdzie od wschodniego do zachodniego wybrzeża obowiązuje jeden system prawny dotyczący udziałów w nieruchomościach. Umożliwia to rozwój rynku nieruchomości. Rozmiar rynku stworzony przez jeden reżim prawny umożliwia firmom zajmującym się obrotem nieruchomościami w Stanach Zjednoczonych czerpanie korzyści z ekonomiki skali oraz zakresu, która jest poza zasięgiem firm europejskich. Poza tym skuteczne procedury podatkowe dla amerykańskich REIT stanowią właściwe podstawy, aby inwestorzy instytucjonalni i prywatni mogli czerpać dodatkowe korzyści z tytułu nieruchomości korporacyjnych¹⁹².

W przeciwieństwie do rozwijających się firm amerykańskich europejskie firmy zajmujące się obrotem nieruchomościami są przeważnie aktywne wyłącznie w jednym

¹⁹¹ Ibidem.

¹⁹² Ibidem.

państwie członkowskim i inwestują zazwyczaj w różnorodne rodzaje nieruchomości, przy czym przeważają jednak inwestycje w nieruchomości biurowe i handlowe. Uniemożliwia to im głęboką specjalizację, ale nie wspiera innowacyjnego rynku kapitałowego nieruchomości.¹⁹³

Tabela 33. Wyniki inwestycyjne REITs na świecie (31.12.2009)

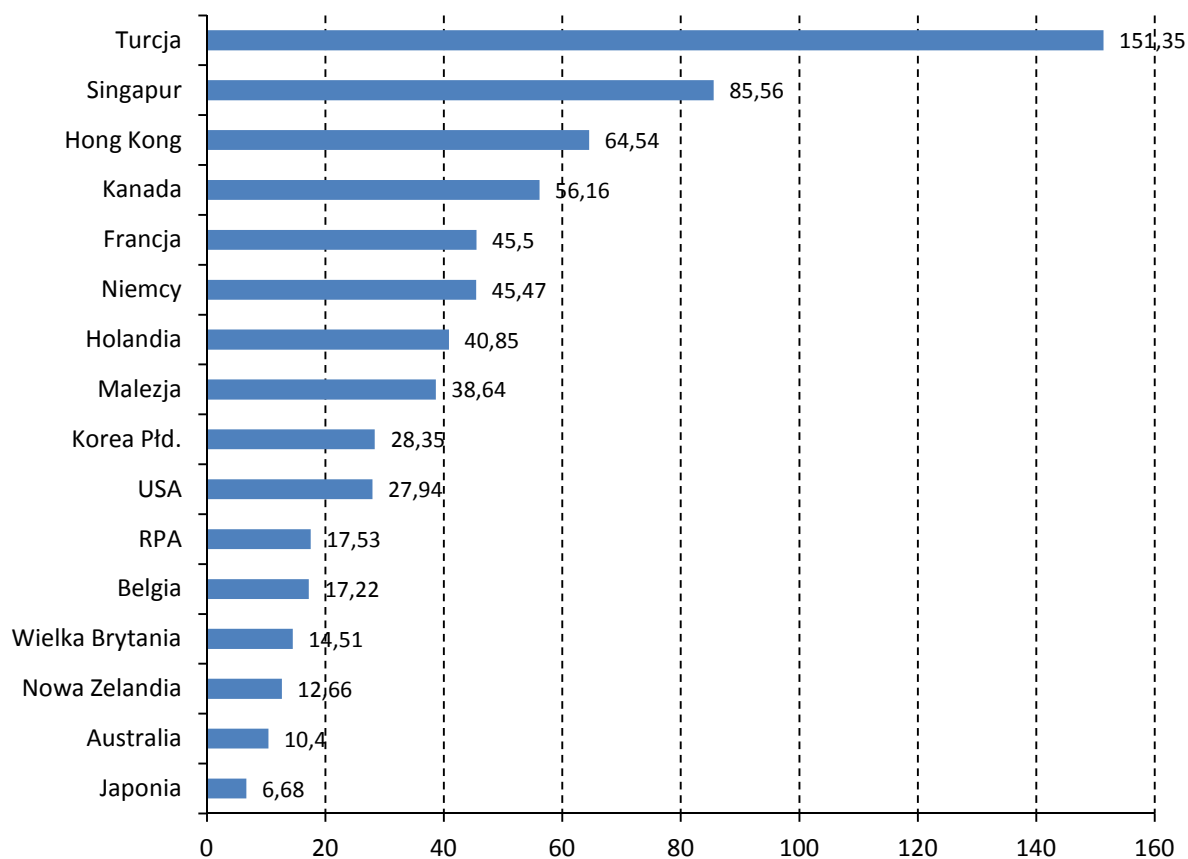
Kraj	Kapitalizacja (mln USD)	Stopa zwrotu (1Y) (%)	Stopa zwrotu (3Y) (%)	Średni poziom dywidendy (%)
Australia	70747	10,4	-25	9,7
Belgia	6761	17,2	-2,4	1,4
Francja	64526	45,5	-9,6	0,2
Holandia	11234	40,09	-6	n/a
Hong Kong	9518	64,5	9,9	8,1
Japonia	29432	6,7	-19,4	6,9
Kanada	20610	56,2	-3,3	8,1
Korea Płd.	132	28,4	12,1	8,4
Malezja	1542	38,6	10,2	3,7
Niemcy	713	45,5	n/a	n/a
Nowa Zelandia	2540	12,7	-4,9	8,4
RPA	3400	17,5	12,4	8,5
Singapur	23134	85,6	-4,2	8,9
Turcja	1889	151,3	-1,8	n/a
USA	271850	27,9	-14,2	5,6
Wielka Brytania	37,176	14,5	-26,3	4,6

Źródło: Global Real Estate Investment Trust Report 2010, Ernst&Young

Międzynarodowa dywersyfikacja nieruchomości staje się mniej skuteczna przede wszystkim dla inwestorów z państw członkowskich, w których nie wdrożono przejrzystych podatkowo rozwiązań dla firm zajmujących się obrotem nieruchomościami, oraz dla inwestorów z mniejszych państw członkowskich, takich jak Polska. Taka przeszkoda na drodze do dywersyfikacji uniemożliwia także efektywną alokację kapitału we wszystkich państwach członkowskich UE, a przede wszystkim w nowych państwach członkowskich UE w Europie Środkowej. Aby inwestorzy prywatni i instytucjonalni w Unii Europejskiej mogli czerpać korzyści z pełnego potencjału inwestycji na rynku nieruchomości, istotne jest wprowadzenie jednolitych rozwiązań instytucjonalnych dla firm zajmujących się obrotem nieruchomościami dla całej Unii Europejskiej. Coraz większe wykorzystanie rajów

¹⁹³ Ibidem.

podatkowych przez notowane na giełdzie firmy zajmujące się obrotem nieruchomościami pokazuje, że rynek już znalazł sposoby na obejście podwójnego opodatkowania. Przy braku procedur dotyczących REIT sytuacja taka będzie się utrzymywać, a nawet rozwijać¹⁹⁴.



Wykres 15. Stopa zwrotu REITs (31.12.2008 – 31.12.2009) (%)

Źródło: Global Real Estate Investment Trust Report 2010, Ernst&Young

W tabeli 34 przedstawiono najważniejsze charakterystyczne elementy planu wprowadzenia REITs w Europie na podstawie analizy Eichholtz, Kok (2007). Procedury prawne UE dotyczące REIT powinny zostawiać maksymalną swobodę kierownictwu firm zajmujących się obrotem nieruchomościami w zakresie angażowania się w proces kreowania wartości dla swoich udziałowców. Oznaczałoby to między innymi, że należy unikać ograniczeń co do dźwigni finansowej i własności udziałów i potwierdzałoby konieczność obowiązkowego notowania udziałów firm zajmujących się obrotem nieruchomościami oraz zasady dywersyfikacji portfela. Należy zezwolić na rozwój nieruchomości przez REIT w UE,

¹⁹⁴ Ibidem.

ale opodatkować go w taki sposób, aby utrzymać wyrównane szanse w porównaniu do zwyczajnych deweloperów nieruchomości. W końcu REIT w UE powinny posiadać zamkniętą strukturę.

Tabela 34. Plan dotyczący REITs w UE

Ograniczenia i wymogi	Motywacja
Zwolnienie podatkowe	Uniknięcie podwójnego opodatkowania dochodów z najmu oraz stworzenie wyrównanych szans w odniesieniu do własności nieruchomości na rynku pierwotnym.
Wymóg dotyczący wypłaty: 80% – 100%	Gwarantuje ostateczną zapłatę podatku oraz stanowi efektywny mechanizm rządowy, łagodzący problemy agencyjne.
Zarządzanie wewnętrzne	Lepsze zarządzanie i przypisanie interesów kierownictwa i udziałowców; lepsze wyniki, wyższa wartość dla udziałowców.
Restrykcje operacyjne	
- możliwy rozwój podlegający opodatkowaniu	Rozwój może kreować wartość dla udziałowców, ale utrzymuje wyrównane szanse dla opodatkowanych, zwyczajnych deweloperów.
- brak wymogu co do dywersyfikacji	Inwestorzy mogą zdywersyfikować swoje inwestycje i nie potrzebują dodatkowej ochrony.
- brak ograniczeń co do aktywów	Rząd nie powinien interweniować w strategię inwestycyjną.
Brak ograniczeń co do dźwigni finansowej	Ograniczenia stawiają REITs w niekorzystnej sytuacji dla pozostałych inwestorów w nieruchomości. Zarząd powinien podjąć decyzję w sprawie optymalnej formy finansowania.
Brak wymogu obowiązkowego notowania na giełdzie	Wprowadzenie na giełdę nie zawsze jest korzystne. Zarząd powinien podjąć decyzję w sprawie optymalnej formy finansowania.
Brak wymogu co do własności	Lepszy do zarządzania.
Podatek potrącony równy dla inwestorów krajowych i tych z pozostałych państw członkowskich UE	Stwarza wyrównane szanse dla wszystkich inwestorów UE
Zamknięta struktura	Elastyczna struktura jest całkowicie niestabilna. Zamknięta struktura kreuje wyższą wartość dla udziałowców.

Źródło: Eichholtz, P.M.A., N. Kok: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. Research Report for the European Property Federation*, Brussels, listopad 2007.

Wg raportu *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. Research Report for the European Property Federation* stworzenie REITs w UE spowoduje przekształcenie aktualnie podzielonego rynku UE dla firm zajmujących się obrotem nieruchomościami w największy i najprawdopodobniej najbardziej skuteczny rynek nieruchomości na świecie. Przyniesie to znaczne korzyści dla wszystkich inwestorów.

Analitycy rynków nieruchomości szacują, że europejski rynek REIT będzie się rozwijał bardzo intensywnie w następnych dekadach szczególnie w kontekście starzenia się społeczeństwa i koniecznością zapewnienia długoterminowych inwestycji dla towarzystw emerytalnych.

Tabela 35. Zróżnicowanie struktur podobnych do struktur REIT w państwach członkowskich UE

Kraj	Zwolnienie podatkowe	Wymogi dotyczące dystrybucji	Restrykcje operacyjne	Restrykcje dotyczące dźwigni finansowej	Wymogi dotyczące udziałowców	Podatek potrącony
Austria	++	+	++	++	++	++
Belgia	++	++	++	++	++	++
Bułgaria	++	++	+	nie dotyczy	++	+
Francja	+	++	++	0	++	++
Niemcy	++	++	++	++	++	++
Grecja	++	0	++	++	++	++
Włochy	++	0	++	++	0	++
Luksemburg	++	0	+	+	0	0
Malta	+	0	0	++	+	++
Holandia	++	++	+	++	0	++
Polska	++	0	++	++	0	++
Hiszpania	+	0	++	++	+	++
Wielka Brytania	+	++	++	0	++	++

Eichholtz, P.M.A., N. Kok: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. Research Report for the European Property Federation*, Brussels, listopad 2007.

*W tabeli przedstawiono cechy struktur podobnych do REIT w państwach członkowskich UE. ‘++’ wskazuje, że wymogi lub restrykcje są silne, ‘+’ – umiarkowane, a ‘0’ że nie wprowadzono żadnych (lub prawie żadnych) wymogów lub restrykcji.

Wprowadzenie REIT przyczynić się może do wzrostu udziału inwestorów indywidualnych jako uczestników rynków kapitałowych oraz jako inwestorów w REITs. Dodatkowo spodziewać się można wzrostu w modelowej alokacji aktywów funduszy emerytalnych z obecnego średniego poziomu w Europie 6% do preferowanego poziomu inwestycji w ten rodzaj aktywów na poziomie 15%, co daje potencjalny popyt co najmniej 24 mld EUR rocznie napływających aktywów.

4.3. Doświadczenia Niemiec i Wielkiej Brytanii w zakresie implementacji struktury EU-REITs

Trwa dynamiczny rozwój europejskiego rynku REITs. Wiele wskazuje też na to, że REIT, staną się podstawowym standardem alokacji kapitałów na globalnym rynku nieruchomości. Kraje europejskie, i to nie wszystkie, przyjęły struktury REIT niedawno i systematycznie wykorzystują doświadczenia pionierów rynków amerykańskiego i azjatyckiego.

Największą zaletą REITs jest prosty schemat działalności. Spółki REITs za sprzedane udziałowcom akcje gromadzą kapitał, który następnie w sposób możliwie najbardziej efektywny inwestują na rynku nieruchomości. Te, które inwestują bezpośrednio w obiekty komercyjne lub mieszkaniowe, w następnej kolejności podejmują się ich profesjonalnego zarządzania, które stanowi źródło długoterminowych, regularnych i pewnych przychodów z czynszu. Osiągnięty w ten sposób zysk prawie w całości wypłacany jest akcjonariuszom w formie dywidendy, która nie jest obciążona podatkiem na poziomie korporacyjnym. Schemat ten wykorzystały dwa kraje, które w 2007 r. wprowadziły na rodzimym gruncie nową formę lokowania kapitału, jaką są REITs.

UK REITs

Struktura UK REIT została wprowadzona z dniem 1 stycznia 2007 roku. Podstawowym aktem prawnym regulującym zasady działania REITs w Wielkiej Brytanii jest Finance Act 2006 (ze zmianami dokonany w Finance Act 2007 r.) wraz z dodatkowymi licznymi przepisami towarzyszącymi. W dniu wejścia w życie przepisów umożliwiających tworzenie REITs 18 firm nieruchomościowych notowanych na giełdzie, w tym najwięksi gracze w tym sektorze, zmieniło swoją formę organizacyjną na strukturę UK - REIT¹⁹⁵.

Aktualnie funkcjonujące na rynku UK-REITs działają w oparciu o wspomnianą wyżej ustawę oraz o liczne wytyczne formalne. Ponadto zmiany w przepisach dotyczących REITs wprowadziła także ustawa Corporation Tax Act 2010 odnosząca się do kwestii opodatkowania REITs.

¹⁹⁵ Chris Luck & Michael Cant, Nabarro LLP, *How to qualify as as UK-REIT*, London Stock Exchange 2008, s. 1-5.

Według raportu EPRA z 2010 roku na koniec lipca 2010 w Wielkiej Brytanii funkcjonowało 21 REITs, z których 19 było notowanych na giełdzie FTSE¹⁹⁶. UK-REITs z kapitalizacją na poziomie 21,1 mld funtów angielskich stanowią ponad 5% udział w globalnym rynku REITs.

**Tabela 36. Sektor REITs w Wielkiej Brytanii
(stan na koniec lipca 2010)**

Liczba spółek	Stopa zwrotu 1Y	Kapitalizacja (mld funtów)	Udział w światowym rynku REITs
19	15,0 %	21,1	5,4%

Źródło: Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

Tabela 37. Kapitalizacja 5 największych REITs w Wielkiej Brytanii

REITs	Kapitalizacja (mln funtów)	Sektor
Land Securities Group PLC	4 622	biurowe, handlowe, inne
British Land Co PLC	3 985	przemysłowe, rozrywkowe, biurowe
Capital Shopping Centres	2 808	mieszkaniowe, handlowe, biurowe
Hammerson PLC	2 553	biurowe, handlowe
Segro	2 043	przemysłowe, logistyczne, biurowe, handlowe

Źródło: Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

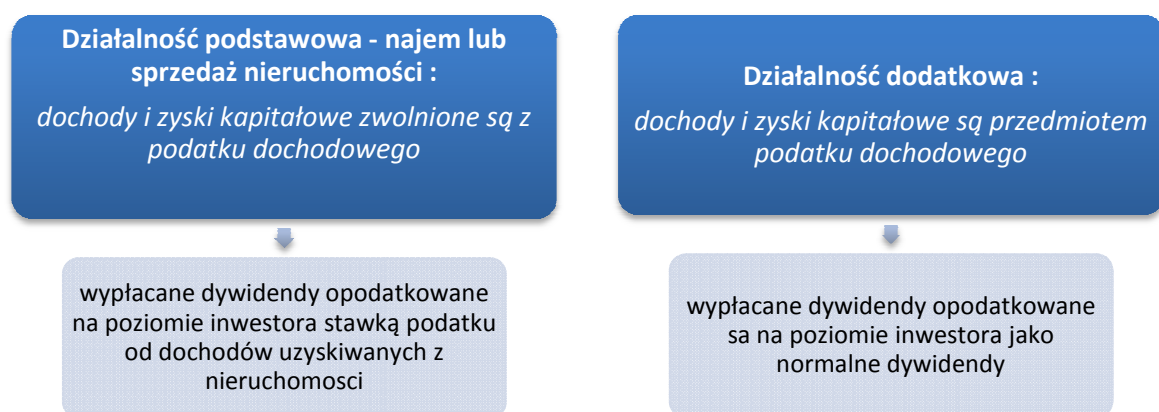
Warunki kwalifikujące jako REIT

Potencjalny REIT jest firmą prowadzącą działalność w zakresie wynajmu nieruchomości (inwestowania w nieruchomości). Aby zostać zakwalifikowanym jako REITs należy spełnić szereg warunków (nie ma konieczności spełnienia wszystkich). Warunki kwalifikujące podzielone są na trzy podstawowe kategorie¹⁹⁷:

- warunki dotyczące przedsiębiorstwa,
- warunki dotyczące zwolnień podatkowych,
- warunki dotyczące rocznego bilansu przedsiębiorstwa.

¹⁹⁶ FTSE Group (FTSE) – lider w zarządzaniu ponad 120 000 papierów wartościowych na całym świecie, w tym Londynie, Frankfurtu, Hong Kongu, Pekinie, Szanghaju, Paryżu, Nowym Jorku. Współpracuje z partnerami z 77 krajów na świecie.

¹⁹⁷ Chris Luck, Michael Cant, Nabarro LLP, *How to qualify as a uk-reit*, London Stock Exchange, 2007.



Rysunek 21. UK REIT – schemat działalności

Źródło: "UK REITs. Summary of the Regime", Deloitte Real Estate, Luty 2010

W pierwszej grupie warunków dotyczących zakwalifikowania REITs można wyróżnić przede wszystkim formę prawną spółki handlowej, która ponadto musi:

- być wyłącznie rezydentem Wielkiej Brytanii dla celów podatkowych,
- REITs musi mieć konstrukcję funduszu zamkniętego notowanego na giełdzie (z wyjątkiem rynku AIM¹⁹⁸), która jest uznawana z punktu widzenia prawa podatkowego Wielkiej Brytanii,
- REITs może emitować tylko jeden typ zwykłych akcji. UK – REITs może również emitować nieudziałowe akcje preferencyjne o stałej stopie zwrotu, które mogą lub nie być wymienne na akcje zwykłe,
- nie ma udziału w pożyczkach, które mogłyby mieć wpływ na wyniki działalności,
- nie może mieć formy otwartej spółki inwestycyjnej,
- nie może być spółką zamkniętą¹⁹⁹.

Główna spółka zarządzająca REIT ("Principal Company") musi być zarejestrowana w Wielkiej Brytanii; nie może być podwójnie zarejestrowana w Wielkiej Brytanii i w jakimkolwiek innym kraju. Spółki zależne mogą być z kolei rezydentami innych państw, jednakże zwolnienie z podatku dochodowego będzie dotyczyło jedynie dochodów pochodzących z nieruchomości zlokalizowanych na terenie Wielkiej Brytanii. Dywidendy

¹⁹⁸ AIM (Alternative Investment Market) – giełda w ramach London Stock Exchange's przeznaczona dla małych i wzrastających spółek, założona w 1995 r.

¹⁹⁹ Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

otrzymywane ze spółek zależnych nie prowadzących działalności w ramach brytyjskiego rynku nieruchomości są opodatkowane w zakresie, w którym nie obowiązują przepisy brytyjskie²⁰⁰.

Zarządzanie spółkami może mieć zarówno formę wewnętrzną jak i zewnętrzną. Jeżeli chodzi o kapitał udziałowy REITs podlegają takim samym zasadom, jak wszystkie spółki notowane na giełdzie, tzn. podobnie jak brytyjskie spółki notowane na giełdzie muszą mieć minimalny kapitał udziałowy na poziomie 50.000 funtów.

Kolejnym istotnym wymogiem kwalifikujących spółkę jako REITs jest zakaz „zamkniętości”, co oznacza, że REITs nie może być kontrolowany przez 5 lub mniej udziałowców. Spółka notowana na giełdzie nie jest zamknięta, jeżeli minimum 35% udziałów w tej spółce należy do udziałowców, z których każdy nie posiada więcej niż 5% udziałów oraz funduszy emerytalnych. Żaden zbiorowy udziałowiec nie może posiadać więcej niż 10% udziałów lub prawa głosów, w przeciwnym razie nakładana są dodatkowe opłaty. Brak z kolei jakichkolwiek ograniczeń jeżeli chodzi o udziałowców zagranicznych.

UK - REITs muszą być notowane na LSE (London Stock Exchange) lub na jakiegokolwiek innej giełdzie światowej uznanej przez HM Revenue&Custom za giełdę rozpoznawalną (*recognised Stock Exchange*). Za taką giełdę nie jest natomiast w tym wypadku uznawana UK Alternative Investment Market (AIM).²⁰¹

Działalność inwestycyjna

Z działalnością REIT wiąże się szereg ograniczeń dotyczących aktywności inwestycyjnej. Do najważniejszych ograniczeń inwestycyjnych zalicza się:

- minimum 75% dochodów netto REITs powinno pochodzić z czynszów wynajmu nieruchomości (mierzone na podstawie sprawozdań finansowych),
- minimum 75% aktywów REITs powinno być zaangażowanych w działalność związaną z najmem nieruchomości (mierzone na podstawie sprawozdań finansowych),
- REIT powinno posiadać w swoim portfelu minimum 3 rodzaje aktywów, z czego żadne nie może stanowić więcej niż 40% wartości portfela ogółem (warto zauważyć, że przykładowo centrum handlowe wynajmowane kilku najemcom liczone jest jako więcej niż jedno aktywa),

²⁰⁰ Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

²⁰¹ Ch.Luck, *REITs. The listing rules*, London Stock Exchange plc., 2008

- REITs mogą inwestować w nieruchomości komercyjne i mieszkaniowe zlokalizowane na całym świecie²⁰².

Sankcje są nakładane w oparciu o salda tzw. testów działalności, które ograniczają akceptowaną wielkość inwestycji w aktywa nie przynoszące dochodów z najmu oraz wartość dochodów pochodzących ze źródeł innych niż nieruchomości na wynajem. Salda testów działalności ogólnie zakładają, że minimum 75% dochodów netto REITs powinno pochodzić z czynszów z oddawanych w najem nieruchomości oraz, że minimum 75% aktywów REITs powinno być zaangażowanych w działalność związaną z wynajmem nieruchomości. Warto zaznaczyć, że w portfelu nieruchomości mogą się znajdować zarówno obiekty komercyjne jak i mieszkaniowe, zlokalizowane na całym świecie.

Generalnie w przypadku UK-REITs dopuszczona jest działalność deweloperska, jednak pod warunkiem, że wartość inwestycji wynosi maksymalnie 30% kosztów nabycia (lub wartości nieruchomości w chwili nabycia przez REIT jeżeli jest wyższa) a nieruchomość będzie sprzedana w ciągu 3 lat od dnia zakończenia procesu inwestycyjnego. Obrót nieruchomościami jest z kolei dozwolony, ale nie obejmują go zwolnienia podatkowe.

Spółka macierzysta (*parent company*) REIT musi posiadać minimum 75% udziałów w spółkach zależnych, aby te mogły stać się elementami grupy kapitałowej.

Ograniczeniom w działalności UK-REIT podlega także poziom zadłużenia spółek. Ograniczenia te regulowane są przez tzw. wskaźnik kosztów finansowych (*the Finance Cost Ratio*²⁰³). Zgodnie z wymogami zyski REITs powinny być przynajmniej 1.25 razy większe aniżeli koszty finansowania nieruchomości. Jeżeli natomiast wskaźnik ten jest mniejszy niż 1.25, powstaje obowiązek podatkowy w zakresie tych kosztów, które powodują spadek wskaźnika poniżej wymaganego poziomu 1.25.

Dystrybucja dochodów pochodzących z działalności REITs (dochody z najmu nieruchomości oraz zyski kapitałowe) nazywana jest PID (*Property Income Distribution*). Obciążona jest ona kilkoma podstawowymi zasadami. Po pierwsze, 90% dochodów z działalności podstawowej REITs musi być dystrybuowane w ciągu 12 miesięcy od zakończenia okresu rozliczeniowego (zasada ta nie odnosi się do dochodów pochodzących z nieruchomości mieszkaniowych). Od 2010 roku wszedł w życie przepis umożliwiający REITs

²⁰² Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

²⁰³ Jest obliczany jako iloraz zysku operacyjnego powiększonego o przychody finansowe oraz kosztów finansowych. Wskaźnik pokrycia kosztów finansowych jest miarą ukazującą, w jakim stopniu zyski operacyjne spółki mogą ulec obniżeniu, aby zostały pokryte koszty finansowe. Im wyższa wartość wskaźnika, tym większe bezpieczeństwo finansowe spółki.

dystrybucję dochodów nie tylko w postaci dywidendy, ale także w postaci nowych udziałów (Finance Bill 2010). Po drugie, zyski kapitałowe pochodzące z nieruchomości wykorzystywanych w podstawowej działalności REITs nie muszą być dystrybuowane wśród udziałowców. Jeżeli jednak w ciągu dwóch lat od powstania zysków, środki finansowe nie zostaną ani dystrybuowane ani reinwestowane, będzie to traktowane jako tzw. „złe aktywa” w teście dotyczącym aktywów spółki.

W przypadku naruszenia określonych prawem wymogów formalnych, REITs grożą kary pieniężne lub nawet zniesienie statusu. Kary te zostały określone we wspomnianym już wcześniej akcie prawnym, a mianowicie CTA 2010 wraz z przepisami towarzyszącymi. Do podstawowych zagrożeń z jakimi mogą spotkać się REITs w Wielkiej Brytanii w chwili naruszenia przepisów, zaliczane jest przede wszystkim zniesienie statusu REIT, będące wynikiem utraty możliwości notowania spółki na giełdzie lub „zamknięcia” spółki (wyjątek stanowi przykładowo przejęcie REITs przez inną spółkę).

Niespełnienie testu aktywów (mniej niż 3 nieruchomości w portfelu lub jedna nieruchomość przekraczająca 40% wartości całego portfela) również narusza przepisy REITs, ale może pojawiać się wielokrotnie bez specjalnie groźnych konsekwencji.

Istotnym naruszeniem wymogów odnoszących się do UK – REITs jest niespełnienie warunku dystrybucji 90% dochodów podlegających opodatkowaniu, a pochodzących z najmu nieruchomości. Jeżeli wymóg dystrybucji dochodów REITs nie jest spełniony w ciągu trzech miesięcy od momentu kiedy wyniki działalności zaakceptowane zostaną przez HMRC²⁰⁴, wtedy na REITs zostanie nałożone obciążenie podatkowe (obecnie 28% zredukowane do 24% do 2014) na brakującą kwotę, która nie została poddana dystrybucji.

Możliwe jest naruszenie zasad testu aktywów w pierwszym okresie rozliczeniowym REITs pod warunkiem spełnienia tego testu na początku kolejnego okresu rozliczeniowego. W tym przypadku naliczona jest dodatkowa opłata początkowa w wysokości 2%, bazując na wzroście rynkowej wartości kwalifikowanych aktywów według wyceny na koniec okresu rozliczeniowego i na początek kolejnego okresu rozliczeniowego.

Niespełnienie warunków testu 75% aktywów oceniane jest jako drugorzędne naruszenie jeżeli więcej niż 50% aktywów stanowią aktywa kwalifikowane na początku okresu rozliczeniowego, a z drugiej strony jako poważne naruszenie jeżeli mniej niż 50% stanowią w tym samym czasie aktywa kwalifikowane. Analogiczne zasady obowiązują w

²⁰⁴ Her Majesty's Revenue and Customs (HMRC) – urząd podatkowy w Wielkiej Brytanii.

przypadku testu działalności, rozważając udział dochodów z najmu w dochodach ogółem REITs.

REITs zostaje obciążony 20% podatkiem od kwoty stanowiącej równowartość PID wypłaconej korporacyjnemu udziałowcowi spółki, posiadającemu 10% lub więcej udziałów w REITs, jeżeli wcześniej REIT nie podjął kroków zmierzających do zredukowania tak wysokiego jednostkowego poziomu udziałów (przykładowo zmieniając zapisy w umowie spółki zapobiegające takim praktykom).

Istnieje szereg naruszeń, które oceniane są przez HMRC. HMRC ma prawo w okresie 10 lat działalności REIT znieść status zarówno pojedynczego REIT jak i całej grupy. Ponadto ma możliwości nakładania dodatkowych obciążeń podatkowych jeżeli uzna, że REIT lub grupa REITs przyjęła uprzywilejowany status podatkowy jedynie celem ograniczenia obciążeń podatkowych.

Opodatkowanie na poziomie REITs

Dochody uzyskiwane z działalności opierającej się na wynajmie nieruchomości nie są w Wielkiej Brytanii przedmiotem podatku dochodowego od osób prawnych CT – Corporation Tax. Dochody uzyskiwane z pozostałej działalności są opodatkowane w normalny sposób najwyższą stawką podatku dochodowego wynoszącą 28%. Do końca 2014 stawka ta zredukowana została do 24%. Dochody uzyskiwane w formie dywidend z innych REITs również nie są zwolnione z podatku dochodowego. Działalność związana z najmem nieruchomości REITs jest wyodrębniona dla celów podatkowych, co oznacza, że nie jest możliwe zrekompensowanie zysków i strat z tej działalności zyskami i stratami z działalności pozostałej²⁰⁵.

Zyski oraz straty kapitałowe, pojawiające się w przypadku zbycia nieruchomości wykorzystywanych przez REITs do podstawowej działalności nie podlegają obciążeniom podatkowym. Sprzedaż nieruchomości, które z kolei zostały wybudowane przez REITs może być przedmiotem opodatkowania, jeżeli następuje w ciągu trzech lat od zakończenia procesu deweloperskiego. Każdy obiekt, którego koszty budowy (jeżeli proces deweloperski jest prowadzony przez REITs) przekroczyły 30% wartości kosztów poniesionych przy zakupie nieruchomości, uznawany jest za nieruchomość deweloperską (projekt deweloperski). Rozporządzanie nieruchomością, która jest wykorzystywana w niekwalifikowanej działalności jest opodatkowane. Zyski kapitałowe osiągnęte z nieruchomości częściowo

²⁰⁵ Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

wykorzystywanych na wynajem, a częściowo podlegające opodatkowaniu, mogą być w części zwolnione z podatku.

W Wielkiej Brytanii nie są nakładane podatki od dywidend w przypadku normalnej dystrybucji wśród inwestorów, bez względu na kraj zamieszkania lub siedzibę, jednak w przypadku dystrybucji przez REITs dywidendy z dochodów niezwolnionych z podatku (PID), podatek w wysokości 20% będzie zatrzymany przez REITs i wpłacony do HMRC. Jeżeli zagraniczna jurysdykcja nakłada podatek od wypłacanych dywidend na REITs, REIT najprawdopodobniej nie uzyska dodatków na taki podatek jeżeli dochody są nieopodatkowane w Wielkiej Brytanii. Jeżeli jednak, dochody podlegają opodatkowaniu, jest możliwe, że REIT sfinansuje to pomimo należnemu podatkowi brytyjskiemu.

Wszelkie podatki nakładane na dokumenty, transakcje nieruchomościowe, podatki pracownicze oraz podatek od wartości dodanej obowiązują REITs w takim samym zakresie jak inne spółki.

Opodatkowanie REITs odbywa się w oparciu o zeznania księgowe bazujące na kontach dla przedsiębiorców (UK GAAP²⁰⁶ lub IFRS²⁰⁷). Grupa REITs jest zobowiązana do przedstawienia sprawozdania finansowego według IFRS w celu wyznaczenia salda testów działalności.

Przekształcenie w strukturę REITs

Opłata za zmianę statusu na REITs wynosi 2% wartości brutto nieruchomości wykorzystywanych w celu prowadzenia działalności opierającej się na najmie powierzchni. Przedsiębiorstwa decydujące się na otwarcie struktury REITs podlegają opłacie początkowej w wysokości 2% wartości brutto nieruchomości wykorzystywanych w celu prowadzenia działalności zwolnionej z podatku w tym czasie. Jedynie w celach podatkowych na terenie Wielkiej Brytanii, nowy okres rozliczeniowy rozpoczyna się w momencie przekształcenia. Wartość nieruchomości stanowiąca podstawę naliczenia opłaty początkowej wyznaczana jest na dzień przekształcenia. Opłata ta umarza jakiegokolwiek ukryte zyski kapitałowe w ramach REITs w dniu przekształcenia. Opłata może być rozłożona na 4 lata od momentu przekształcenia, jednak suma w tym przypadku wyniesie 2,19% wartości aktywów kwalifikowanych (1 rok – 0,5%, 2 rok – 0,53%, 3 rok – 0,56%, 4 rok – 0,6%)²⁰⁸.

²⁰⁶ GAAP – General Accepted Accounting Principles

²⁰⁷ IFRS – International Financial Reporting Standards

²⁰⁸ H.Freedman, *REITs. Key tax-related issues*, London Stock Exchange plc., czerwiec 2008

Opodatkowanie na poziomie akcjonariuszy

Dystrybucja dochodów z aktywów kwalifikowanych czyli zwolnionych z podatku dochodowego (PID) jest traktowana jako dochody z najmu powierzchni. Dochody te są opodatkowane podatkiem dochodowym od osób prawnych według stawki 28% dla dużych firm. Dystrybucja zysków już opodatkowanych (poza działalnością podstawową, czyli poza najmem nieruchomości) jest zwolniona z podatku na poziomie udziałowców korporacyjnych. Dystrybucja zysków kapitałowych z REITs jest opodatkowana w taki sposób, jakby były one zwolnionymi z opodatkowania dochodami. Zyski kapitałowe pochodzące ze zbycia akcji są opodatkowane tak, jak normalne zyski kapitałowe.

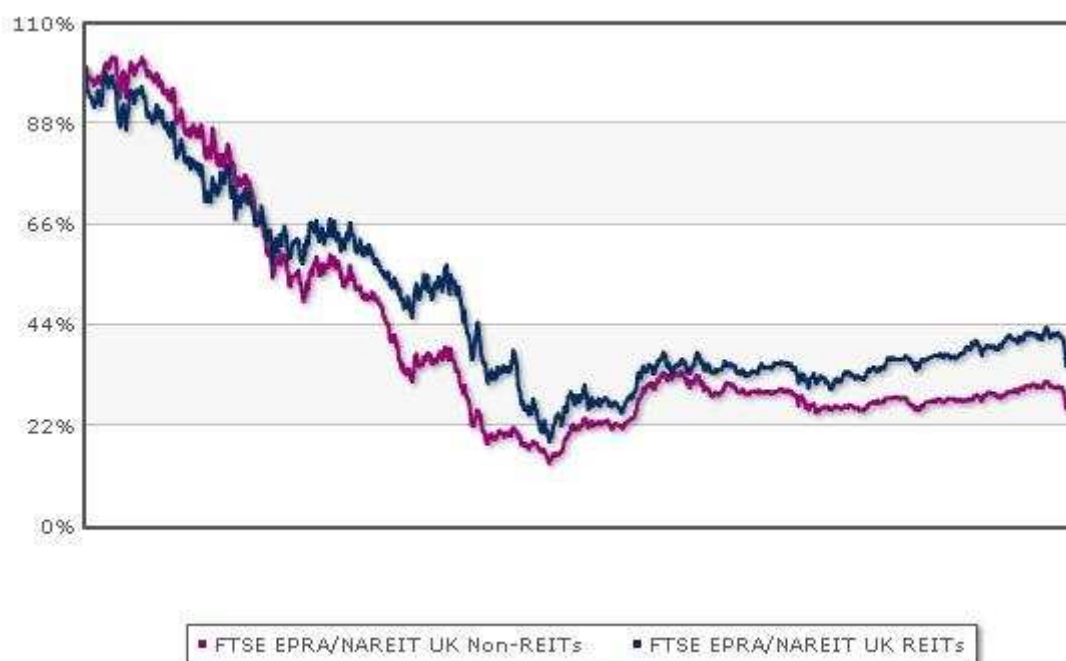
W przypadku indywidualnego udziałowca, PID są opodatkowane jak zyski z najmu nieruchomości otrzymywane bezpośrednio z nieruchomości lub zyski kapitałowe. Udziałowiec jest obciążony stawką podatku na poziomie 20% (nakładana razem z podatkiem od dywidendy), 40% lub 50% w przypadku wyższych progów podatkowych. W tym przypadku udziałowiec będzie płacił 20% poprzez podatek od dywidendy oraz pozostałą kwotę poprzez zeznanie podatkowe. Indywidualni udziałowcy nie są uprawnieni do kredytu podatkowego z tytułu dywidendy, tak jak to jest w przypadku normalnych dywidend. Zyski kapitałowe ze sprzedaży udziałów REITs są w pełni opodatkowane według normalnych zasad. Aktualna stawka podatku od zysków kapitałowych dla indywidualnych inwestorów wynosi 18% oraz 28% dla wyższego progu podatkowego.

Podatek u źródła (*withholding tax*) nie jest odliczany kiedy PID wypłacana jest udziałowcowi korporacyjnemu z siedzibą w Wielkiej Brytanii, organizacji charytatywnej lub brytyjskiemu funduszowi emerytalnemu. Jest z kolei naliczany indywidualnym inwestorom na poziomie 20% od PID.

Udziałowiec korporacyjny lub indywidualny spoza Wielkiej Brytanii obciążony jest podatkiem u źródła w wysokości 20%. Umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania może być stosowana wstecz. PID może być w Wielkiej Brytanii jedynie traktowana jako dochody z najmu nieruchomości; najprawdopodobniej PID będzie traktowana jako dystrybuowana dywidenda w większości traktatów.

Tabela 38. Zestawienie UK – REITs (dane na lipiec 2011)

Firma	Sektor nieruchomości	Kapitalizacja (£m)	Cena(p)
Big Yellow	prywatne magazyny	328	254.20
British Land	zdywersyfikowane	4,975	561.50
Capital Shopping Centres Group PLC	handel	N/A	
Derwent London	biura	1,775	1,754.00
Glenstone Property Group	handel, biura, przemysł	N/A	
Great Portland Estates	biura	1,211	390.30
Hammerson	handel, biura	3,048	430.50
Hansteen	przemysł	356	78.50
Highcroft Investments	zdywersyfikowane	26	495.00
Land Securities	zdywersyfikowane	6,181	803.00
Local Shopping REIT	handel	45	54.75
London & Stamford Property Plc	handel, biura	207,140	122.70
McKay Securities	biura	56	122.50
Metric Property Investments Ltd	handel	192	101.00
Mucklow (A & J) Group	biura, przemysł	168	280.00
NewRiver REIT	handel	34	250.00
Pineapple corporation (enter 'Pineapple' into search)	mieszkaniowe, przemysł	N/A	
Primary Health Properties	zdrowie	185	295.00
SEGRO	przemysł	1,858	251.00
Shaftesbury	handel	1,233	493.00
Town Centre Securities	handel	84	159.29
Warner Estate Holdings	handel	3	4.60
Workspace Group	biura, przemysł	303	239.25



Wykres 16. Wyniki działalności UK-REITs na podstawie indeksu FTSE EPRA/NAREIT UK REITs

Źródło: REITA.org

Po ponad trzech latach działalności UK-REIT trwają prace nad nowelizacjami przepisów, zmierzające do wprowadzenia ułatwień m.in. w zakresie struktury własnościowej oraz wymogu notowania na giełdzie. Zmiany mają pozytywnie wpłynąć na zarządzanie UK-REITs. Wśród planowanych ułatwień mówi się o zniesieniu opłat za przyjęcie struktury REITs, traktowaniu gotówki jako tzw. „dobrych aktywów”, co ma zachęcić nowe spółki do przyjęcia reżimu REITs²⁰⁹. Wg ekspertów firmy PricewaterhouseCoopers kluczowe dla rozwoju sektora REITs w Wielkiej Brytanii może być umożliwienie mniejszym spółkom przyjmowanie struktur REITs.

G-REIT

Niemcy podobnie jak Wielka Brytania wprowadziły strukturę REITs w 2007 roku. Poprzedzone to było blisko 3 – letnią wewnętrzną debatą. Niemiecki REIT (G-REIT) w obowiązującej formie to giełdowa spółka akcyjna podlegająca specjalnym przepisom dotyczącym REITs.

Prawo umożliwiające tworzenie REITs weszło w życie z dniem 1 czerwca 2007 r. ze skutkiem wstecznym obowiązującym od 1 stycznia 2007. Związane to było z szeregiem nowelizacji innych ustaw w tym m.in. ustawy o podatku dochodowym. Ustawa dotycząca REITs została odpowiednio zmieniona w 2009 roku nowelizacją ustawy podatkowej (Jahressteuergesetz 2009). Jedną z najbardziej istotnych zmian było umożliwienie akcjonariuszom korzystania z uprzywilejowanej pozycji podatkowej w przypadku dochodów w formie dywidendy jeżeli takie dywidendy pochodzą z opodatkowanych dochodów G-REITs oraz spełnione są inne warunki.

Na koniec 2010 roku istniały w Niemczech 3 fundusze działające jako REITs i notowane na giełdzie, a 6 firm zostało zarejestrowanych w Centralnym Urzędzie Podatkowym (Bundeszentralamt für Steuern) jako tzw. pre-REITs. Kapitalizacja spółek notowanych na giełdzie wyniosła około 0,7 mld EUR²¹⁰.

²⁰⁹ R.Clancy, *Major overhaul of REITS in the UK gives boost to property investment sector*, Investment International Magazine, Marzec 2011

²¹⁰ Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

Tabela 39. Sektor REITs w Niemczech (stan na koniec maja 2010)

Liczba spółek	Stopa zwrotu 1Y	Kapitalizacja (mld EUR)	Udział w światowym rynku REITs
2	68,7%	0,4	0,1%

Źródło: Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

Tabela 40. Kapitalizacja niemieckich REITs

REITs	Kapitalizacja (mln EUR)	Sektor
Alstria Office REIT-AG		mieszkaniowe, handlowe, biurowe
Mamborner REIT AG		biurowe, przemysłowe
Fair Value REIT - AG		przemysłowe, logistyczne, biurowe, handlowe

Źródło: Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

G-REITs musi być zarejestrowany w Rejestrze Spółek Handlowych, który stwierdza czy wszystkie wymogi kwalifikujące strukturę funduszu są spełnione. Momentem utworzenia G-REITs jest rejestracja spółki.

W celu zarejestrowania spółki jako G-REITs muszą być spełnione następujące wymagania:

- spółka akcyjna z kapitałem akcyjnym wynoszącym minimum 15 mln EUR,
- główna siedziba spółki oraz siedziba zarządu na w Niemczech,
- regulamin spółki musi zawierać pewne określone klauzule (np. cele spółki, kompensaty dla udziałowców posiadających poniżej 3% udziałów w przypadku rozwiązania podatkowego statusu REIT),
- spółka notowana na giełdzie,
- minimum 25% udziałów pozyskanych w trakcie pierwszej oferty publicznej (IPO), następnie 15% kapitału akcyjnego w wolnym obrocie,
- jeden akcjonariusz nie może posiadać bezpośrednio więcej udziału niż 10% w kapitale akcyjnym G-REITs,
- wymogi związane z aktywami, majątkiem oraz działalnością inwestycyjną²¹¹.

Przed rejestracją w Rejestrze Spółek Handlowych, możliwe jest uzyskanie statusu pre-REIT. Jest to spółka akcyjna, która jednak nie spełnia jeszcze wszystkich wymogów aby

²¹¹ Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

zostać zarejestrowanym jako G-REITs. Status pre-REITs wymaga zarejestrowania w Centralnym Urzędzie Podatkowym. Podobnie jak G-REITs, status pre-REITs pozwala na uniknięcie podatku od zysków kapitałowych pochodzących z transferu nieruchomości do pre-REITs. Na koniec każdego roku podatkowego pre-REITs musi wykazać przed Centralnym Urzędem Podatkowym, że działania które prowadzi zgodne są z wymaganiami dla G-REITs.

Rejestracja pre-REITs wymaga spełnienia dwóch podstawowych warunków. Po pierwsze spółka musi być spółką akcyjną. Po drugie, siedziba główna spółki powinna znajdować się na terenie Niemiec. Na koniec każdego roku rozliczeniowego pre-REITs musi spełniać określone wymogi, do których zaliczamy:

- cele pre-REITs muszą być ograniczone do celów G-REITs,
- 75 % aktywów ogółem powinny stanowić nieruchomości,
- 75% przychodów brutto powinno pochodzić z najmu lub sprzedaży nieruchomości,
- aktywa spółki zajmującej się zarządzaniem pre-REITs nie mogą osiągnąć więcej niż 20% ogółu aktywów pre-REITs,
- przychody brutto spółki zajmującej się zarządzaniem pre-REITs nie mogą wynosić więcej niż 20% dochodów brutto pre-REITs²¹².

Wymogi dotyczące aktywów oraz przychodów muszą być weryfikowane przez audytora na wyraźne zlecenie Centralnego Urzędu Podatkowego.

G-REITs może jedynie mieć formę prawną spółki akcyjnej (AG- Aktiengesellschaft), a nazwa powinna zawierać słowa "REIT-Aktiengesellschaft" lub jakiekolwiek inne sformułowanie zawierające wyrażenie „Real Estate Investment Trust” lub skrót „REIT”. Jako spółka akcyjna G-REITs podlega standardowym regulacjom, jak inne spółki akcyjne, tj. ustawie o spółkach akcyjnych oraz kodeksowi handlowemu. Kapitał akcyjny G-REITs powinien wynosić minimum 15 mln EUR, a wszystkie są równoznaczne z otrzymaniem prawem głosu. Nie jest zatem dozwolone wprowadzanie udziałów różnego typu.

Minimum 15% udziałów musi być w tzw. wolnym obrocie, tzn. że takie udziały muszą być własnością akcjonariuszy, z których każdy posiada mniej niż 3% udziału w kapitale akcyjnym G-REITs. W konsekwencji, przynajmniej 6 udziałowców jest potrzebnych aby spełnić 15% warunek. W momencie wejścia G-REITs na giełdę warunek ten musi być spełniony dla 25% udziałów.

²¹² Ibidem.

Ponadto, pojedynczy udziałowiec nie może posiadać więcej niż 10% udziałów lub praw głosów. Jednakże to ograniczenie nie odnosi się do pośredniego akcjonariatu. W konsekwencji, struktury udziałowe mogą zgodnie z prawem skutecznie obchodzić powyższe wartości progowe.

Na koniec każdego roku kalendarzowego, G-REITs jest zobowiązany do informowania Federalną Agencję Finansową (Bundesanstalt für Finanzdienstaufsicht) o udziałach, które są w wolnym obrocie. Następnie Agencja przekazuje dalej informację do Centralnego Urzędu Podatkowego czy spełniony jest wymóg 15% udziałów będących w powszechnym posiadaniu. Ustawa dotycząca REIT przewiduje także inne wymogi odnoszące się do udziałów na poziomie 3%, 80% oraz 85% praw głosu G-REITs.

Udziały G-REITs muszą być notowane na zorganizowanej giełdzie papierów wartościowych w rozumieniu unijnego prawa o obrocie papierami wartościowymi (the Securities Trading Law) na terenie państw Unii Europejskiej oraz Europejskiego Obszaru Gospodarczego (European Economic Area) obejmującego Islandię, Lichtenstein oraz Norwegię. Pre-REITs ma obowiązek aplikowania o dopuszczenie akcji do publicznego obrotu w ramach giełd określonych wcześniej w ciągu 3 lat od momentu wniosku o wpis do rejestru jako pre-REIT. Termin ten może zostać w uzasadnionych przypadkach przedłużony o jeden rok na wniosek niemieckiej Instytucji Nadzorującej Rynek Kapitałowy (the Federal Financial Supervisory Authority). Jeżeli natomiast obowiązek ten nie zostanie spełniony, spółka traci status pre-REITs.

Działalność inwestycyjna

Minimum 75% ogółu aktywów G-REITs powinny stanowić nieruchomości, a minimum 75% przychodów brutto powinno pochodzić z wynajmu, leasingu, udostępnienia oraz sprzedaży nieruchomości. G-REITs może prowadzić dodatkową działalność jedynie za pośrednictwem firmy serwisowej, w której ma 100% udziałów. Aktywa zaangażowane w taką działalność nie mogą przekraczać 20% ogółu aktywów G-REITs. Ponadto, przychody brutto z działalności dodatkowej nie mogą przekroczyć 20% ogółu przychodów G-REITs.

G-REITs nie może być zaangażowany w obrót nieruchomościami. Pod pojęciem obrotu nieruchomościami należy w tym przypadku rozumieć sytuację, kiedy w okresie 5 lat G-REITs pozyskuje dochody ze sprzedaży nieruchomości, które przewyższają 50% przeciętnej wartości portfela nieruchomości w ciągu tego samego czasu. Wycena nieruchomości bazuje na międzynarodowych standardach rachunkowości zdefiniowanych w standardzie IAS-40 („Investment property”).

Inwestowanie w nieruchomości, przeznaczone głównie na cele mieszkalne (powyżej 50% powierzchni użytkowej) jest zakazane jeżeli nieruchomości są zlokalizowane w Niemczech i wybudowane przez 1 stycznia 2007 r. G-REITs mogą inwestować w każdy rodzaj nieruchomości zlokalizowanych zagranicą, o ile nieruchomości te mogą być własnością REITs zgodnie z przepisami właściwego kraju.

G-REITs może posiadać nieruchomości na terenie Niemiec za pośrednictwem niemieckiej spółki, a nie za pośrednictwem niemieckiej korporacji. W takim celu niemiecka korporacja może być użyta jedynie jeżeli pełni rolę partnera bez ograniczonej odpowiedzialności w spółce nieruchomościowej bez żadnych udziałów w nieruchomościach spółki. Odnosi się to do konstrukcji GmbH & Co. KG, która jest spółką z partnerem korporacyjnym bez ograniczonej odpowiedzialności. Spółka musi mieć ten sam cel biznesowy co G-REITs. Kapitał musi stanowić równowartość przynajmniej 45% wartości aktywów nieruchomościowych (zgodnie z wyceną wg standard IAS-40). Jeżeli przynajmniej 75% ogółu aktywów na koniec każdego roku rozliczeniowego powinny stanowić aktywa nieruchomościowe, kapitał nie może spaść poniżej 33,75% ogółu aktywów. Oznacza to, że dźwignia finansowa G-REITs nie może przekroczyć poziomu 66,25%.

G-REITs mają obowiązek dystrybuowania minimum 90% wszystkich dochodów, kalkulowanych zgodnie z niemieckimi zasadami księgowymi - Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), udziałowcom w etaminie do końca mijającego roku rozliczeniowego. Maksymalnie połowa dochodów pochodzących ze sprzedaży może być przekształcana na rezerwę. Dystrybuowane dochody zostaną odpowiednio o tę kwotę pomniejszone. Nie użyte rezerwy muszą zostać rozwiązane najpóźniej do końca drugiego roku od utworzenia. Rezerwy mogą być odliczane od kosztów nabycia lub budowy nieruchomości lub obiektów w przeciągu dwóch lat lub mogą zostać dodane do dochodów podlegających dystrybucji na koniec roku kiedy mają zostać zlikwidowane.

Właściwy urząd podatkowy może nałożyć na REIT odpowiedniej wysokości sankcje podatkowe w przypadku, gdy:

- mniej niż 90% przychodów brutto jest dystrybuowanych, kara może wynosić od 20% do 30% różnicy,
- mniej niż 75% aktywów stanowią nieruchomości, kara może wynosić od 1% do 3 % różnicy,
- mniej niż 75% przychodów brutto pochodzi z wpływów kwalifikowanych, kara może wynosić od 10% do 20% różnicy,

- więcej niż 20% przychodów brutto pochodzi z działalności doradczej lub innej pokrewnej działalności, kara może wynosić od 20% do 30% przychodów przekraczających limity²¹³.

Jeżeli przez trzy kolejne lata G-REIT ciągle narusza jeden i ten sam warunek kwalifikujący do posiadania statusu REIT, traci uprzywilejowany podatkowo status po zakończeniu trzeciego roku. Jeżeli natomiast przez pięć kolejnych lat G-REIT łamie ciągle inne wymogi formalne, traci status REIT na koniec piątego roku.

Utrata statusu może także nastąpić w przypadku podejmowania przez REIT czynności związanych z obrotem nieruchomości. Dzieje się to na koniec roku podatkowego, w którym limity zostały przekroczone. Również nienotowanie na giełdzie stanowi podstawę do utraty statusu REIT.

Nie stanowi podstawy do utraty statusu w przypadku gdy jeden udziałowiec posiada bezpośrednio 10% lub więcej udziałów lub praw głosu. Jeżeli mniej niż 15% udziałów G-REIT's będzie się znajdowało w wolnym obrocie przez trzy kolejne lata, G-REIT przestanie być zwolniony z podatku od końca trzeciego roku rozliczeniowego.

Opodatkowania na poziomie REIT

G-REIT jest zwolniony z podatku w odniesieniu do dochodów z nieruchomości. Zwolnienie podatkowe obowiązuje od początku roku rozliczeniowego, w którym G-REIT został zarejestrowany w Rejestrze Handlowym. Zwolnienie z podatku dochodowego odnosi się jedynie do dochodów REITs. Nie ma natomiast zastosowania do spółek-córek lub spółek partnerskich G-REIT, które podlegają opodatkowaniu na własnym właściwym poziomie.

Zyski kapitałowe G-REIT są zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych oraz z podatku dochodowego naliczanego w przypadku transakcji.

Dywidendy wypłacane ze spółek zależnych G-REIT do G-REIT są w pierwszej kolejności obciążone podatkiem od wypłacanej dywidendy w aktualnej wysokości wynoszącej 25%, jednak 2/5 tej kwoty może być przez G-REIT odzyskane składając odpowiednie zeznanie podatkowe. Inne podatki, jak podatek od transakcji nieruchomościowej w przypadku kupna – sprzedaży nieruchomości, również są nakładane na REITs.

Sprawozdanie finansowe G-REIT podlega obowiązkowemu audytowi. Audytor musi potwierdzić czy wszystkie wymogi konieczne do utrzymania statusu REIT zostały spełnione.

²¹³ Raport EPRA (European Public Real Estate Association): Global REIT Survey 2010

G-REIT otrzymuje uprzywilejowany status podatkowy na początku roku podatkowego, w którym spółka akcyjna została zarejestrowana w Rejestrze Spółek Handlowych jako G-REIT. Moment ten traktowany jest jako likwidacja poprzedniej spółki. Przekształcanie spółki w G-REIT jest momentem powstania zobowiązania podatkowego, a niemieckie prawo w tym zakresie nie wprowadziło żadnych przywilejów dla struktur REITs. Jednakże, w przypadku kiedy nieruchomość jest przenoszona do G-REIT w drodze przekształcenia formy prawnej spółki w G-REIT, jedynie 50% zysków kapitałowych podlega opłacie (tzw. exit tax), jeżeli aktywa nieruchomościowe zostały nabyte lub wybudowane przez przekształcany podmiot przez 1 stycznia 2005 r., oraz przekształcenie jest zgodne z prawem i skutkuje powstaniem struktury REIT zgodnie z przepisami z 1 stycznia 2010 r.

Sprzedający zostaje opodatkowany na poziomie 50% zysków kapitałowych ze sprzedaży niemieckich nieruchomości G-REIT lub pre-REIT, jeżeli na dzień 1 stycznia 2007 r. nieruchomość była własnością sprzedającego przez okres co najmniej 5 lat, nie stanowiła zapasów, a umowa nabycia była skuteczna po 31 grudnia 2006 r. i przez 1 stycznia 2010 r. Podatek ten obowiązuje także dla transakcji typu Sale – and- Lease-Back.

Transfer nieruchomości do i z G-REIT nie jest zwolniony z podatku od obrotu nieruchomościami wynoszącego 3,5% ceny sprzedaży (Berlin, Hamburg oraz Saxony-Anhalt: 4.5%). Z punktu widzenia opłat związanych z przeniesieniem nieruchomości ze spółki do pre-REIT lub REIT w wyniku przekształcenia, czynność ta nie jest obciążona podatkiem od obrotu nieruchomościami zgodnie z ustawodawstwem niemieckim. To samo odnosi się do przekształcenia spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną.

Opodatkowanie na poziomie akcjonariuszy

Opodatkowanie dywidendy na poziomie akcjonariusza korporacyjnego uzależnione jest od opodatkowania podstawowych dochodów wypłacanych przez G-REIT. Wcześniejsze opodatkowanie dochodów na poziomie REITs może oznaczać, że dochody otrzymywane z nieruchomości zostały opodatkowane zgodnie z jurysdykcją zagraniczną lub opodatkowanie miało miejsce w przypadku spółek zależnych lub partnerskich (z zagranicznymi nieruchomościami) G-REIT. W przypadku kiedy podstawowe dochody zostały wcześniej opodatkowane podatkiem dochodowym od osób prawnych na poziomie minimum 15% zarówno w Niemczech jak i zagranicą oraz spełnione są inne określone przepisami wymagania, dywidendy wypłacane z takiego źródła dochodów są w 95% zwolnione z podatku dochodowego na poziomie akcjonariuszy korporacyjnych. W innym przypadku,

dochody otrzymywane w postaci dywidendy są przedmiotem opodatkowania podatkiem dochodowym na normalnych zasadach.

Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji G-REITs zawsze są opodatkowane podatkiem dochodowym według normalnych stawek. Od 1 stycznia 2009 roku dywidendy oraz zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji G-REITs zrealizowane przez inwestorów indywidualnych jako tzw. non-business income są przedmiotem podatku u źródła wynoszącego 25% (plus tzw. podatek solidarnościowy w wysokości 5,5% od tej kwoty). Długoterminowe zyski kapitałowe z akcji będących w posiadaniu prywatnych akcjonariuszy, nabytych przed 1 stycznia 2009 r., nie podlegają opodatkowaniu pod warunkiem jednak, że są własnością dłużej niż rok oraz akcjonariusz nie posiadał w ciągu ostatnich pięciu lat udziału przekraczającego 1% ogółu akcji G-REITs. Zyski kapitałowe natomiast z akcji będących w posiadaniu prywatnych akcjonariuszy, ale nabytych po 1 stycznia 2009 są w całości przedmiotem opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych, w przypadku gdy akcjonariusz w okresie pięciu lat posiadał ponad 1% udziałów G-REITs.

Dywidendy wypłacane przez G-REITs, jak również wszystkie inne korzyści otrzymywane przy okazji lub zamiast dywidendy, podlegają opodatkowaniu podatkiem u źródła w wysokości 25% plus 5,5% podatku solidarnościowego od kwoty podatku u źródła, czyli w sumie 26,375%. W przypadku gdy udziały G-REIT znajdują się w posiadaniu prywatnego inwestora indywidualnego, obowiązuje tylko podatek u źródła (25%). W pozostałych przypadkach podatek u źródła jest uznawany na poziomie akcjonariusza.

Podatek u źródła nakładany na dywidendy wypłacane zagranicznym inwestorom jest również ostatecznym podatkiem, pod warunkiem że akcje G-REIT nie są aktywami stałego przedstawicielstwa takiego akcjonariusza na terenie Niemiec.

Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji G-REITs są opodatkowane jeżeli stanowią majątek stałego przedstawicielstwa inwestora zagranicznego w Niemczech, lub jeśli zagraniczny akcjonariusz był w posiadaniu powyżej 1% udziałów w okresie pięciu ostatnich lat do momentu sprzedaży. Zazwyczaj działają międzynarodowe umowy pozwalające unikać podwójnego opodatkowania. Te same zasady odnoszą się do zagranicznych akcjonariuszy korporacyjnych.

Niemieckie prawo podatkowe stanowi, że zagraniczny inwestor instytucjonalny jest głównie uprawniony do zwrotu 2/5 wartości kwoty podatku u źródła co skutkuje ostatecznym wymiarem podatku na poziomie 15% (co jest równe stawce podatku dochodowego od osób pracujących) plus 5,5% podatku solidarnościowego, co w sumie daje stawkę podatku na poziomie 15,825%.

Międzynarodowa umowa o podwójnym opodatkowaniu może wpłynąć na redukcję podatku u źródła w przypadku wypłacanych dywidend, który wynosi w Niemczech 26,375% (25% plus 5,5%). Większość umów między Niemcami a innymi krajami na świecie stanowi, że zagraniczni akcjonariusze są uprawnieni do redukcji podatku u źródła do 15% (wyjątek stanowi Irlandia gdzie podatek można zredukować do 10% w przypadku inwestycji portfelowych).

Tabela 41. Wyniki finansowe RX REIT Index

Data	29.08.2011	1 M	3 M	6 M	1 Y	2 Y	3 Y
Otwarcie	632.39	748.34	743.36	770.80	672.56	595.63	738.20
Wysokie	636.96	749.11	785.37	785.37	785.37	785.37	785.37
Niskie	620.41	580.01	580.01	580.01	580.01	545.98	321.15
Zmiana	-0.77%	-13.94%	-15.10%	-18.92%	-6.25%	6.59%	-14.10%
Wartość obrotów	595,337	31.87 mln	80.27 mln	191.78 mln	276.13 mln	387.39 mln	515.47 mln
Średnie dzienne obroty	595,337	1.52 mln	1.23 mln	1.50 mln	1.08 mln	759,591	675,577

Źródło: Deutsche Börse

Rynek niemiecki, który do 2007 roku można było uznać za niedojrzały w kwestii sekurytyzacji kapitałów, mimo wprowadzenia notowanych na giełdzie G-REIT, ciągle opiera się na pośrednich inwestycjach nieruchomościowych głównie przy użyciu otwartych funduszy nieruchomości²¹⁴.

Tabela 42. Składowe RX REIT Index

Nazwa	Ostatnia cena	Zmiana z ostatniego dnia	Data	Zmiana cen			Obrót (EUR)
				1 M	3 M	1 Y	
alstria office REIT-AG	8.617	-0.132 -1.51%	29.08. 17:35	-15.02%	-19.39%	-1.23%	111,160.83
	8.532	-0.130 -1.50%	29.08. 17:37	-14.77%	-20.04%	-0.40%	bd.
Fair Value REIT-AG	4.450	-0.030 -0.67%	29.08. 13:32	-4.71%	-1.55%	10.97%	8,900.00
	4.450	+0.130 +3.01%	29.08. 13:32	-2.84%	-0.67%	11.25%	8,900.00
HAMBORNER REIT AG	6.570	+0.120 +1.86%	29.08. 17:35	-7.59%	-9.00%	-16.41%	154,567.18
	6.560	+0.081 +1.25%	29.08. 11:34	-7.61%	-9.12%	-16.76%	6,272.60
Prime Office AG	3.750	-0.150 -3.85%	29.08. 17:36	-33.10%	-	-	320,705.58
	3.699	-0.137 -3.57%	29.08. 15:19	-37.20%	-	-	4,543.40

Źródło: Deutsche Börse

²¹⁴ M.Becker, M. Breidenbach, Real Estate Securitisation in Germany, working paper, 12 Annual PRRES conference, Auckland, New Zeland, styczeń 2006, s. 1-9

Niemieccy inwestorzy zdecydowanie większym zaufaniem od ciągle nowych struktur jakimi są G-REITs darzą otwarte fundusze nieruchomości, w których zainwestowali około 120 mld USD. Jednostki uczestnictwa w niemieckich otwartych funduszach nieruchomości nie podlegają takim samym regulacjom jak akcje. Niemiecki rynek nieruchomości potrzebował instrumentu, który będzie bardziej transparentny i płynny od otwartych funduszy nieruchomości. REITs ze względu na codzienne notowania na giełdach spełniają te wymagania. Ocenia się, że wartość niemieckiego rynku nieruchomości szacowana jest na 9,5 bln USA, a zatem potencjał jest ogromny.

Tabela 43. Porównanie struktur REITs w Wielkiej Brytanii i Niemczech (Źródło: Opracowanie własne)

	UK - REIT	G-REIT
Wprowadzenie REIT	01.01.2007	01.04.2007, ze skutkiem od 01.01.2007
Notowanie na giełdzie papierów wartościowych	UK-REIT musi być spółką – rezydentem podatkowym w Wielkiej Brytanii, notowana na rozpoznawanej giełdzie papierów wartościowych	G-REIT musi być spółką giełdową z siedzibą w Niemczech
Kapitał akcyjny	Brak wymogów szczegółowych co do minimalnej wysokości kapitału akcyjnego, oprócz ogólnych wymogów giełdowych	Minimum 15 mln EUR
Struktura aktywów	Minimum 75% aktywów brutto REIT muszą stanowić nieruchomości położone w Wielkiej Brytanii lub zagranicą. Wartość pojedynczej nieruchomości nie może przekraczać 40% wartości wszystkich aktywów spółki związanych z działalnością zwolnioną z podatku. REIT nie może zajmować żadnej nieruchomości.	Minimum 75% aktywów netto muszą stanowić nieruchomości położone w Niemczech lub zagranicą. G-REIT nie może nabywać budynków mieszkalnych wybudowanych przed 1 stycznia 2007 r.
Struktura dochodów	Minimum 75% dochodów brutto REIT musi pochodzić z najmu lub sprzedaży nieruchomości.	Minimum 75% dochodów brutto G-REIT musi pochodzić z najmu lub sprzedaży nieruchomości. G-REIT nie może sprzedawać w ciągu 5 lat więcej niż 50% wartości rynkowej posiadanych nieruchomości.
Wypłata dywidendy	90% dochodów z działalności zwolnionej z podatku musi być wypłacane w formie dywidendy. Brak obowiązku wypłaty w postaci dywidendy zysków kapitałowych związanych z działalnością zwolnioną od podatku.	90% wszystkich dochodów musi być wypłacane w formie dywidendy. Zwolnienie z podatku nie dotyczy spółek usługowych G-REIT.
Przekształcenie istniejącej spółki w REIT	Podatek w wysokości 2% wartości brutto nieruchomości przeznaczonych na działalność zwolnioną od podatku.	Zastosowane zasad „exit tax”
„Exit tax” przy przeniesieniu własności nieruchomości na rzecz REIT	Brak opodatkowania „exit tax”, jednak REIT zobowiązany jest do uiszczenia zwykłej 4% opłaty skarbowej z tytułu nabycia nieruchomości położonej na terenie Wielkiej Brytanii.	Podstawa opodatkowania dla potrzeb „exit tax”: połowa zysku kapitałowego, pod warunkiem, że przeniesienie własności nieruchomości na rzecz skutkuje upłynnieniem rezerw oraz nieruchomość należy do majątku trwałego zbywcy przez min. 10 lat.
Liczba akcji w wolnym obrocie	Wymogi stosownie do właściwej giełdy papierów wartościowych.	Min. 25% w trakcie IPO, następnie 15% kapitału akcyjnego. Każdy z tych akcjonariuszy posiada mniej niż 3% kapitału akcyjnego.
Ograniczenie wysokości udziału w kapitale akcyjnym	W przypadku, gdy REIT wypłaca dywidendę osobie uprawnionej, bezpośrednio lub pośrednio, co najmniej 10% akcji lub dywidend, lub kontrolującej, bezpośrednio lub pośrednio, co najmniej 10% głosów w organach REIT, oraz nie podejmuje należytych kroków aby zapobiec wypłaceniu takiej dywidendy, powstaje obciążenie podatkowe. W konsekwencji spółka nie skorzysta ze zwolnienia podatkowego w zakresie, w jakim wypłaca dywidendę istotnemu akcjonariuszowi.	Jeden akcjonariusz nie może posiadać bezpośrednio udziału w wysokości 10% lub wyższej w kapitale akcyjnym G-REIT.
Opodatkowanie na poziomie REIT	REIT jest zwolniony z podatku w odniesieniu do dochodów z nieruchomości, lecz dywidendy wypłacane w związku z tą działalnością są traktowane w rękach akcjonariuszy jak dochody z nieruchomości i podlegają opodatkowaniu u źródła w wysokości 22%, potrącanemu przez REIT przed wypłatą dywidend.	G-REIT jest zwolniony z podatku w odniesieniu do dochodów z nieruchomości, lecz dywidendy podlegają opodatkowaniu na poziomie akcjonariuszy.

4.4. Perspektywy wprowadzenia funduszy typu REITs na rynku polskim

REITs jest strukturą, która umożliwia inwestorom udział w płynnym oraz dostępnym w obrocie publicznym instrumencie służącym inwestowaniu w nieruchomości²¹⁵.

Na podstawie doświadczeń USA, Wielkiej Brytanii czy też Niemiec można wyszczególnić główne powody, dzięki którym REITs są atrakcyjne dla inwestorów:

- łatwiejszy dostęp do inwestycji w nieruchomości w porównaniu z bezpośrednim zakupem,
- inwestowanie w nieruchomości poprzez aktywa o wiele bardziej płynne, w porównaniu z inwestycjami bezpośrednimi,
- różnorodność inwestycji dzięki szerokiemu wachlarzowi aktywów nieruchomościowych,
- dostęp do tych sektorów rynku nieruchomości, do których prywatni inwestorzy ze względu na przede wszystkim ograniczenia finansowe, nie mieli dostępu, w tym m.in. centra handlowe i obiekty biurowe,
- podatki zazwyczaj płacone są na poziomie akcjonariuszy, aniżeli na poziomie akcjonariuszy i spółki, dając akcjonariuszom możliwość zwrotów od zapłaconego podatku,
- regularne dochody w formie dywidendy,
- mniejsze koszty transakcyjne.

Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych jest podstawowym aktem prawnym, który reguluje zasady tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zasady prowadzenia na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalności przez fundusze zagraniczne i spółki zarządzające. Ustawa ta jest nowoczesna i w pełni odpowiada wymogom rynkowym stąd, że implementowano do niej rozwiązania legislacyjne zgodne z pakietem dyrektyw Unii Europejskiej określanych wspólnym mianem UCITS, tworzących ramy prawne dla europejskich funduszy UCITS. Niestety regulacje te nie są podstawą do wprowadzenia struktur typu REITs.

²¹⁵ UK REITs. Summary of the Regime, Deloitte Real Estate, Luty 2010

Od początku 2000 roku nastąpiło wiele zmian w charakterze inwestycji w nieruchomości, oczekiwaniach inwestorów oraz strukturze udziałowej na globalnym rynku. Jedną z głównych zmian było zwrócenie się inwestorów z rynków lokalnych, narodowych w stronę inwestycji szeroko zdywersyfikowanych w sensie geograficznym. Ponadto rosnące zainteresowanie ze strony inwestorów preferujących do tamtej pory bezpośrednią formę inwestowania na rynku nieruchomości, inwestowaniem w spółki nieruchomościowe notowane na giełdzie. Przewiduje się, że coraz powszechniejsze zmiany legislacyjne w zakresie REITs będą stanowić stymulator rozwoju dla rynku oraz umożliwią poszerzenie wachlarza możliwości dla inwestorów²¹⁶.

Tabela 44. Czynniki istotne dla sukcesu REITs

Portfel nieruchomości	Spółka	Otoczenie makroekonomiczne	Otoczenie prawno - podatkowe
• Relacja ryzyko - stopa zwrotu • Jakość nieruchomości • Warunki najmu • Relacja koszty – dochody z nieruchomości • Strategia rozwoju	• Strategia • Obszar działalności • Zarządzanie • Ścieżka rozwoju • Struktura finansowa • Poziom kosztów i dochodów • Kapitalizacja • Akcje w obiegu oraz płynność • Pozycja konkurencyjna • przejrzystość	• Sytuacja na rynkach kapitałowych • Sytuacja na rynku nieruchomości • Stopy procentowe • Inflacja • Poziom bezrobocia • PKB	• Forma nadzoru • Poziom kapitałów obcych • Zakres działalności • Źródła dochodów • Struktura akcjonariuszy • Przejrzystość podatkowa

Źródło: Red. J.Schäfer, *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs*, Wydawnictwo C.H.Beck, Monachium 2007, s. 260

Nieruchomości już od kilku lat nie są traktowane jako aktywa nie płynne i nietransparentne, na co wpływa rozwój struktur umożliwiających pośrednie inwestowanie na rynku nieruchomości. Pomimo lokalnego charakteru rynku nieruchomości, inwestorzy instytucjonalni dążą systematycznie do międzynarodowej dywersyfikacji swoich portfeli nieruchomości, co zwiększa niewątpliwie przepływy kapitału²¹⁷. Przyciąganiu zagranicznego kapitału sprzyja przyjmowanie przez rynki krajowe międzynarodowych standardów inwestycyjnych i implementacja rozwiązań już sprawdzonych. Dlatego też w Polsce wydaje się uzasadnione wprowadzenie struktury REIT, stanowiącej atrakcyjną dla

²¹⁶ F.Hughes, *International REIT – Markets. Past and future*, Institutional Investment Real Estate Magazin, 2/2007, s. 12-14.

²¹⁷ M.Becker, M. Breidenbach, *Real Estate Securitisation in Germany*, working paper, 12 Annual PRRES conference, Auckland, New Zeland, styczeń 2006, s. 1-9.

międzynarodowych inwestorów oraz sprawdzoną w kilkudziesięciu krajach na całym świecie pośrednią formę inwestowania w nieruchomości.

Głównym celem tworzenia struktur REITs na świecie jest zachęcenie inwestorów indywidualnych do lokowania kapitału w ramach sektora nieruchomości, poprzez zapewnienie płynności oraz ochrony przysługującej podmiotom inwestującym w spółki notowane publicznie. Ponadto aby lokalne rynki nieruchomości mogły konkurować z zagranicznymi instrumentami oferującymi spółkom nieruchomościowym podobne korzyści podatkowe, implementacja przepisów umożliwiających tworzenie REITs jest warunkiem koniecznym.

Polska, jako jeden z nielicznych krajów w Europie w minimalnym stopniu bierze udział w powszechnej dyskusji dotyczącej stworzenia EU-REIT, jak już dokładnie wcześniej zostało to omówione. Wspieranie i promowanie rozwoju Europejskich Real Estate Investment Trust odnosi skutki, co jest obserwowane chociażby w liczbie krajów, które już wprowadziły w swoich systemach podatkowych niezbędne nowelizacje, aby umożliwić powstawanie REITs. Niewątpliwie dynamiczny rozwój REITs w Europie od początku 2000 r. został zahamowany kryzysem finansowym na globalnych rynkach, a co za tym idzie kryzysem na rynku nieruchomości. Jednak należy zauważyć, że sytuacja światowa sytuacja ekonomiczna nie zatrzymała tego rozwoju. Mimo że jak już wcześniej wspomniano, regulacje dotyczące REITs różnią się w zależności od kraju pochodzenia, istnieją pewne „żelazne” zasady wyróżniające tę formę inwestowania na rynku nieruchomości, do których należy przede wszystkim: posiadanie i najem nieruchomości jako podstawowa forma działalności, transparentna struktura podatkowa, wymagany poziom wypłacanych dywidend, struktura zbliżona do funduszu zamkniętego, większość REITs podlega wymogowi obowiązkowego notowania na giełdzie. Głównym wzorcem dla europejskich REITs jest model amerykański.

REITs, wykorzystując swoją uprzywilejowaną pozycję podatkową, oferuje inwestorom szerokie spektrum lokat na rynku nieruchomości, będąc jednocześnie instytucją kredytującą firmy z sektora nieruchomości, spółką budującą a następnie zarządzającą nieruchomościami oraz właścicielem portfeli nieruchomości różnego typu.

Atrakcyjność REITs wynika głównie z bezpieczeństwa, gdyż są dobrze zdywersyfikowane geograficznie i sektorowo oraz posiadają zazwyczaj dużą liczbę nieruchomości w swoim portfelu. Wielką zaletą REITs jest regularna wypłata dywidendy, wynikająca z dwóch powodów. Po pierwsze jeśli REITs nie wypłacą większości (75-90 proc. w zależności od danego kraju) swoich przychodów w formie dywidendy, wówczas zostaną podwójnie opodatkowane (na poziomie REITs oraz inwestora). Po drugie, wynika to również

ze struktury samych przychodów, gdyż w większości przypadków główne źródło przychodu REITs stanowią czynsze i długoterminowy najem. Do sprzedaży nieruchomości dochodzi wyłącznie w momencie konieczności dopasowywania portfela inwestycyjnego do warunków rynkowych. Również koszty inwestowania w REITs są niższe niż w przypadku istniejących w Polsce zamkniętych funduszy nieruchomości, a opłata za zarządzanie waha się od 1 do 5 proc. rocznie.

* * *

Na początku 2010 roku według EPRA (European Public Real Estate Association)²¹⁸ 35 krajów na całym świecie miało wprowadzone struktury REITs lub zbliżone konstrukcją do REITs. Formy REITs różnią się między sobą w zależności od kraju pochodzenia, ulegając ciągłym zmianom i modyfikacjom.

Światowy rynek firm nieruchomościowych notowanych na giełdach zmieniał się intensywnie w ciągu ostatnich 25 lat. Największy wpływ na te zmiany miało niewątpliwie rozszerzenie zasięgu REITs na nowe kraje. Przejrzystość struktury REITs oraz podstawowe jej cech sprawiły, że jest ona niezwykle atrakcyjna zarówno dla indywidualnych, jak i instytucjonalnych inwestorów. Wydaje się uzasadnionym pogląd, że ekspansja REIT będzie trwała i kolejne kraje będą dostosowywały przepisy w celu wprowadzenia struktur REIT. Nie jest jednak najbardziej prawdopodobne, aby powstała jedna, jednolita struktura tzw. EU-REITs. Rynek europejski w zakresie REIT jest jeszcze na etapie, na którym rynki amerykańskie i azjatyckie były dawno temu.²¹⁹

Przykładów legislacji dotyczących REITs na świecie i w całej Europie jest wiele. Polska ma zatem solidną bazę doświadczeń, zarówno tych lepszych i tych zakończonych niepowodzeniem, aby stworzyć własny model funkcjonowania polskiego REITs. Mając jednak na uwadze obecny stan przygotowania ustawodawstwa i systemu podatkowego trudno uwierzyć, że wprowadzenie REITs nastąpi w niedługim czasie. Konsekwencją tego stanu będzie brak konkurencyjności rynku polskich funduszy nieruchomości na tle produktów

²¹⁸ European Public Real Estate Association (EPRA) – odpowiednik amerykańskiego stowarzyszenia NAREIT.

²¹⁹ F.Hughes: „International REIT – Markets. Past and future.”, Institutional Investment Real Estate Magazin, 2/2007, s. 12-14

oferowanych przez rynek europejski. Z drugiej strony, wprowadzenie REITs poprawiłoby także płynność inwestycji w nieruchomości, rynek mógłby stać się bardziej przejrzysty, ale przede wszystkim mógłby przyciągnąć znaczne zasoby kapitału od inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, co jest warunkiem dalszego rozwoju rynku.

ROZDZIAŁ 5

PERSPEKTYWY ROZWOJU FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

Przeprowadzona w rozprawie dotychczasowa analiza teoretyczna zasad funkcjonowania funduszy nieruchomości typu REITs na amerykańskim i europejskich rynkach nieruchomości, pokazała znaczenie tego sektora w finansowaniu rynków nieruchomości. Uwzględniając fakt, że fundusze REITs obecne są już na większości rynków europejskich, wydaje się uzasadniona próba implementacji istniejących doświadczeń innych krajów europejskich na gruncie polskim. Na podstawie przeprowadzonej analizy wyznaczone zostały główne tendencje i uwarunkowania rozwoju struktur REITs, co pozwoliło na uznanie tej formy inwestycji za atrakcyjną dla potencjalnych inwestorów. Ponadto, biorąc pod uwagę przepływy kapitału, którym dysponują REITs na rozpatrywanych rynkach, bez najmniejszych wątpliwości wykazano znaczącą rolę REITs w finansowaniu rynku nieruchomości.

Aktualny kształt sektora funduszy nieruchomości w Polsce od 2004 roku, czyli od momentu wejścia w życie obowiązujących norm prawnych, nie spełnia oczekiwań zarówno potencjalnych inwestorów, jak i samego rynku nieruchomości. W tej części rozprawy dokonano próby oceny dostępnych w ramach rynku kapitałowego w Polsce instrumentów, za pomocą których możliwe jest inwestowanie w ramach rynku nieruchomości, w tym także funkcjonujących funduszy nieruchomości, co stanowi uzupełnienie powyższych analiz teoretycznych

5.1. Metodologia prowadzonych badań

Na przełomie 2009/2010 roku zostało przygotowane badanie, które przeprowadzono w II połowie 2010 roku. Po wnikliwych analizach problemu zdecydowano się skierować badanie w stronę oceny perspektyw rozwoju polskiego rynku funduszy nieruchomości, jako instrumentu rynku kapitałowego. Badanie skierowano imiennie do wyselekcjonowanej grupy ekspertów związanych z rynkiem kapitałowym, w tym sektorów: bankowego, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, doradztwa finansowego, ubezpieczeniowego, asset management, funduszy hedgingowych, funduszy pe/vc oraz środowiska akademickiego. Zastosowano formę kwestionariusza ankiety, który w pierwotnym założeniu miał być osobiście przeprowadzony przez badającego. Ostatecznie jednak ze względu na trudność w dostępie czasowym i terytorialnym do konkretnych osób uznanych za ekspertów z w/w

branży (należy zwrócić uwagę na ogólnokrajowy zasięg badania, a co za tym idzie obiektywne trudności w dostępie osobistym do wybranej grupy) zastosowano formularz ankietowy.

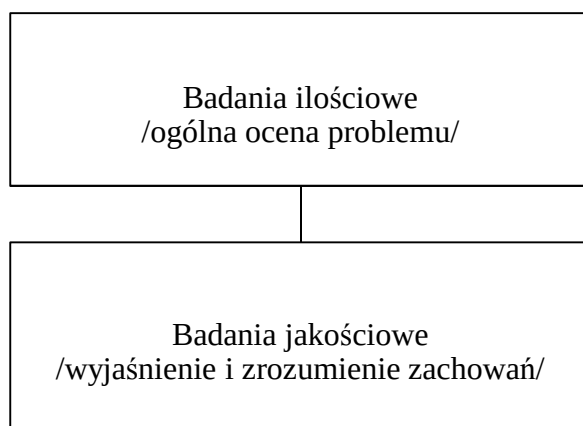
Badania dotyczące perspektywy rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Polsce, a w szczególności ocena poziomu rozwoju polskiego rynku kapitałowego i zasadności wprowadzenia na nim nowych instrumentów inwestycyjnych, jakimi są fundusze nieruchomości typu REIT, prowadzone były w kilku płaszczyznach. Wnikliwe studia literaturowe oraz obserwacja dynamicznie zmieniającego się otoczenia, zdeterminowały proces badawczy, który w warstwie empirycznej podzielono na dwa etapy. W etapie pierwszym – będącym pewnego rodzaju wstępem – skoncentrowano się na badaniach o charakterze ilościowym, prowadzonych w oparciu o dane typowo ilościowe, pozyskane w wyniku gromadzenia informacji publikowanych w prospektach emisyjnych działających funduszy nieruchomości, a także danych dotyczących wyników działania funduszy inwestycyjnych w Polsce, udostępnianych przez Komisję Nadzoru Finansowego i Komisję Papierów Wartościowych i Giełd²²⁰.

Prowadzone w etapie pierwszym badania ilościowe stanowiły podstawę drugiego etapu badawczego, wykorzystującego dane o charakterze jakościowym. Już bowiem w trakcie badań ilościowych (przy pozyskiwaniu danych oraz rozmów z osobami zaangażowanymi w działanie rynku kapitałowego) okazało się, że zasadna jest kontynuacja badań, w tym rozpoznanie pewnych kwestii i opinii na temat m.in. możliwości rozwoju rynku funduszy etc., tym bardziej, że badania ilościowe oparte na w/w danych nie wyczerpują podjętych w założeniach dysertacji kwestii. A zatem istotność z punktu widzenia potrzeb i celów badawczych, a także specyfika branżowa i nowe trendy w pośrednim inwestowaniu na rynku nieruchomości stały u podstaw przeprowadzenia badań o charakterze jakościowym, z analizą cech jakościowych. Za dodatkowe przesłanki podjęcia takiej decyzji uznać można także: opinie ekspertów związanych z inwestowaniem w nieruchomości oraz zalety wykorzystania jakościowych metod badawczych, do których zaliczyć można bardzo indywidualne podejście do respondenta, co uznaje się za szczególnie ważne w przypadku wywiadów ze specyficznym respondentem (ekspertem)²²¹.

²²⁰Autorka dysponuje obszernym materiałem badawczym uzupełnianym co roku w oparciu o publikowane raporty i sprawozdania z sektora funduszy nieruchomości w Polsce.

²²¹Cechującym się przede wszystkim wyższym wykształceniem ekonomicznym oraz znaczną wiedzą na temat stanu i perspektyw rozwoju polskiego rynku kapitałowego, dysponujących bardzo ograniczonym czasem, przebywających często poza miejscem pracy.

Biorąc pod uwagę, że badania ilościowe mają charakter eksploracyjny oraz że wykorzystują naturalny, niestrukturalizowany pomiar i pozwalają na bezpośredni kontakt z osobowym źródłem danych, zdecydowano że metoda ta będzie wykorzystana dla dalszych celów badawczych jako wiodąca, tym bardziej, że wpisuje się ona w propozycje metodyczne prowadzenia badań (por. rys. 23.) (BABBIE 2003, NIKODEMSKA-WOŁOWIK 1999, KĘDZIOR 2005).



Rysunek 22. Proponowana kolejność prowadzenia badań

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. Nikodemka-Wołowik, *Jakościowe badania marketingowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s. 34

Ze względu na przyjętą koncepcję badań oraz ograniczenia natury formalnej i rzeczywistej, badania o charakterze jakościowym wskazanej problematyki opracowano według schematu zaprezentowanego w poniższej tabeli.

Tabela 45. Założenia badań jakościowych w odniesieniu do perspektyw rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Polsce

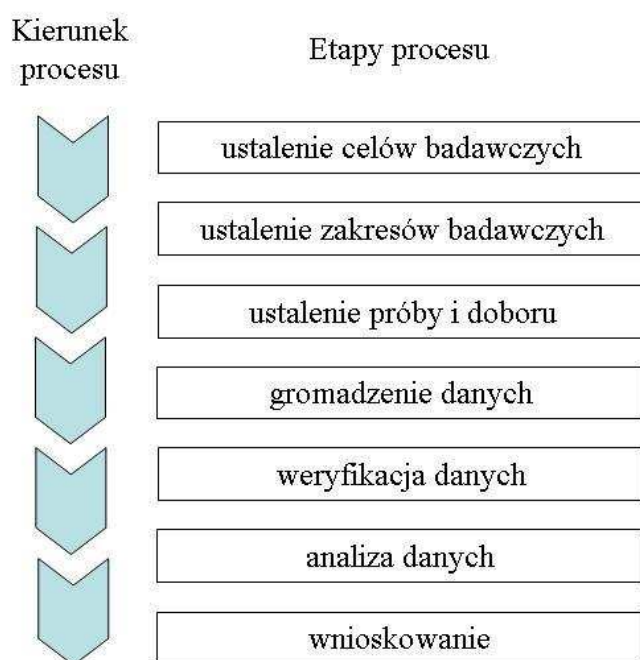
Podmiot badania	Eksperti szeroko rozumianego rynku kapitałowego, w tym sektorów: bankowego, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, doradztwa finansowego, ubezpieczeniowego, asset management, funduszy hedgingowych, funduszy pe/vc, środowisko akademickie.
Liczebność próby i dobór próby	Badaniem objęto 200 podmiotów. Liczebność oraz sposób doboru jednostek zdeterminowane były: po pierwsze – podmiotem, po drugie – charakterem badania. Z uwagi na brak możliwości stworzenia tzw. operatu losowania, uznano, że możliwe jest tylko zastosowanie doboru nielosowego, celowego.
Narzędzie badawcze	Kwestionariusz ankiety. Dobór narzędzia podyktowany był z jednej strony faktem małej możliwości przeprowadzenia wywiadu metodą <i>face to face</i> , z drugiej zaś potrzebami badawczymi i zawartością merytoryczną ankiety. Jednocześnie wskazać należy, że proces budowy ostatecznej wersji kwestionariusza poprzedzony był szerokimi konsultacjami ze specjalistami w zakresie inwestowania na rynku nieruchomości (w warstwie teoretycznej i praktycznej) ²²² .
Czas pozyskiwania danych	II połowa 2010 r. W trakcie gromadzenia danych na bieżąco monitorowano wskaźnik zwrotu oraz telefonicznie i z wykorzystaniem Internetu motywowano respondentów do zwrotu wypełnionej ankiety. Ze względu jednak na trudności w dostępie do specyficznego respondenta i stosunkowo długi okres wypełniania i zwrotu ankiet, czas gromadzenia danych uznać należy za relatywnie długi.
Zakres przestrzenny badań	Obszar całej Polski – w obszarze zainteresowań są eksperci działający w naszym kraju.

Zródło: opracowanie własne

Proces gromadzenia danych zakończono wraz z upływem 2010 roku. Zgodnie z wymogami (por. S. Kaczmarczyk, *Badania marketingowe. Metody i techniki*, PWE, Warszawa 2003, s. 32), uzyskany materiał badawczy poddano weryfikacji merytorycznej.

²²² Ze względów merytorycznych kwestionariusz ankiety zawiera szereg pytań wyskalowanych na porządkowym poziomie pomiaru. Charakter wyskalowania nie tylko umożliwia badaczowi dokonanie rangowania szeregu ocen i opinii, ale także usprawnia proces udzielania odpowiedzi, który z racji odbiorcy ankiety, musi być maksymalnie krótki. W trakcie badań zmierzono się również z problemem dystrybucji ankiety. Ostatecznie dotarcie do respondentów możliwe było dzięki wykorzystaniu 3 kanałów dystrybucji – ankiety przesyłano za pomocą Internetu bezpośrednio na adres emailowy respondenta, względnie umożliwiono jej wypełnienie w Internecie oraz wykorzystano w ograniczonym stopniu tzw. metodę kuli śnieżnej, w rezultacie której ankieta dotarła do dodatkowych osób.

Ostatecznej analizie i wnioskowaniu poddano zbiór ankiet liczący 54 wywiady, co stanowi 27% dobranej próby. Z uwagi na ekspercki charakter badania (do którego przyjmuje się inne kryteria oceny) i nielosowy dobór próby, a także na specyfikę badanego segmentu liczebność tą należy uznać za wystarczającą do wnioskowania (mimo braku możliwości zastosowania aparatu statystyki matematycznej). Całokształt procesu badawczego podsumowano na poniższym rysunku.



Rysunek 23. Badanie ankietowe na rynku funduszy inwestycyjnych – etapy badań

Źródło: opracowanie własne

Biorąc pod uwagę czynnik czasu i podział procesu badawczego na fazę projektowania i fazę realizacji, uznać należy, że badania w obszarze funkcjonowania funduszy inwestycyjnych są rozciągnięte w czasie. Czasochłonny jest proces projektowania badania, z uwagi na potrzebę rozwiązania szeregu problemów związanych z koncepcją prac, przygotowaniem narzędzia badawczego, niezbędnych konsultacji i pilotażu badań. W przypadku niniejszej dysertacji faza ta trwała od grudnia 2009 do marca 2010. Nie mniej czasochłonny jest proces gromadzenia danych, o którym wspomniano wyżej oraz proces weryfikacji i analizy danych, a także wnioskowania. Mimo to uzupełnienie badań ilościowych, analizami o charakterze jakościowym, jest jak najbardziej wskazane, co potwierdzono w pracy – wyciągnięte wnioski możliwe były do zaprezentowania tylko w rezultacie tego rodzaju badań.

5.2. Ocena poziomu rozwoju polskiego rynku kapitałowego w aspekcie rozwoju sektora funduszy nieruchomości

Polski rynek funduszy nieruchomości, jak wynika z wcześniejszych rozważań teoretycznych, jest rynkiem, stanowiącym marginalny udział w rynku funduszy inwestycyjnych ogółem. Również dynamika rozwoju sektora funduszy nieruchomości jest stosunkowo ograniczona. Ze względu na to, że fundusze nieruchomości łączą w sobie zarówno cechy rynku nieruchomości, jak i cechy instrumentu rynku kapitałowego, przeprowadzone badanie ankietowe zostało podzielone na dwie części. Pierwszą część stanowi ocena poziomu rozwoju i konkurencyjności rynku kapitałowego, drugą natomiast została poświęcona funduszom nieruchomości jako instrumentowi będącego swoistym łącznikiem pomiędzy rynkiem kapitałowym a rynkiem nieruchomości.

Jedną z cech charakterystycznych rozwiniętej gospodarki rynkowej jest konkurencyjny rynek kapitałowy²²³. Stworzenie podstaw prawnych, podatkowych, ram instytucjonalnych oraz odpowiednich mechanizmów działania należy do obowiązków państwa. Znaczenie rynku kapitałowego dla gospodarki wynika z jego funkcji: mobilizacji, wyceny i alokacji kapitału. Należy podkreślić, że dobrze działający rynek kapitałowy umożliwia: pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa, prywatyzację, restrukturyzację i podnoszenie efektywności przedsiębiorstw, pozyskiwanie kapitału na inwestycje infrastrukturalne i absorpcję funduszy unijnych, a także obsługę długu publicznego i finansowanie deficytu budżetowego. Niestety obecny poziom rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a w tym także rozwój rynku funduszy nieruchomości trudno uznać za zadowalający, o czym świadczą wyniki przeprowadzonych badań.

Znaczącym momentem w historii rozwoju polskiego rynku kapitałowego było niewątpliwie przystąpienie Polski do Unii Europejskiej w maju 2004 roku. Fakt ten zapoczątkował proces integracji rynku kapitałowego ze jednolitymi strukturami rynku europejskiego. Niewątpliwie z perspektywy czasu można ocenić akcesję do UE jako bodziec sprzyjający rozwojowi polskiego rynku kapitałowego. Dalszy rozwój zależeć będzie od tempa i skuteczności wdrażania unijnych norm i regulacji służących pogłębionej integracji z rynkiem europejskim, w tym także integracji w ramach dyrektywy UCITS, regulującej problematykę europejskich instytucji wspólnego inwestowania, m.in. problematykę funduszy inwestycyjnych.

²²³ Rynek kapitałowy odnosi się do średnio- i długoterminowych funduszy przeznaczanych na inwestycje.

Polski rynek kapitałowy, a w szczególności rynek funduszy nieruchomości, jak wynika z wcześniej przeprowadzonych rozważań teoretycznych, jest rynkiem charakteryzującym się średnim poziomem rozwoju, a co za tym idzie, także średnim poziomem konkurencyjności w stosunku do innych rynków europejskich. Wynika to przede wszystkim z młodego wieku tego sektora polskiej gospodarki i polskich finansów oraz faktu, że jeszcze nie udało się przygotować podstaw prawnych, podatkowych i organizacyjnych otwierających drogę do wprowadzenia nowoczesnych instrumentów, łączących w sobie zalety rynku kapitałowego i równocześnie wykorzystujących możliwości rynku nieruchomości.

Z przeprowadzonych wśród ekspertów polskiego rynku kapitałowego na przełomie 2010 i 2011 roku badań wynika, że ocena polskiego rynku kapitałowego jest średnia (3,2 punktu w skali 1-5, gdzie 1 oznacza ocenę najniższą, a 5 najwyższą). Wśród osób badanych najwyżej została oceniona efektywność rynku (3,43 punktu), zdefiniowana jako istniejąca struktura oraz ramy funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych²²⁴. Jednocześnie należy zauważyć, że różnice w ocenie poszczególnych cech rynku kapitałowego nie są duże. Minimalnie gorzej od efektywności rynku została oceniona jego przejrzystość oraz rzetelność (3,39 punktu). Obie te cechy obrazują przepływ i dostępność informacji na rynku, a w szczególności rzetelność odnosi się do sposobu i trybu przekazywania informacji od emitentów do opinii publicznej, natomiast przejrzystość sposób zawierania transakcji, dostępność informacji oraz podstawowe zasady działania rynku.

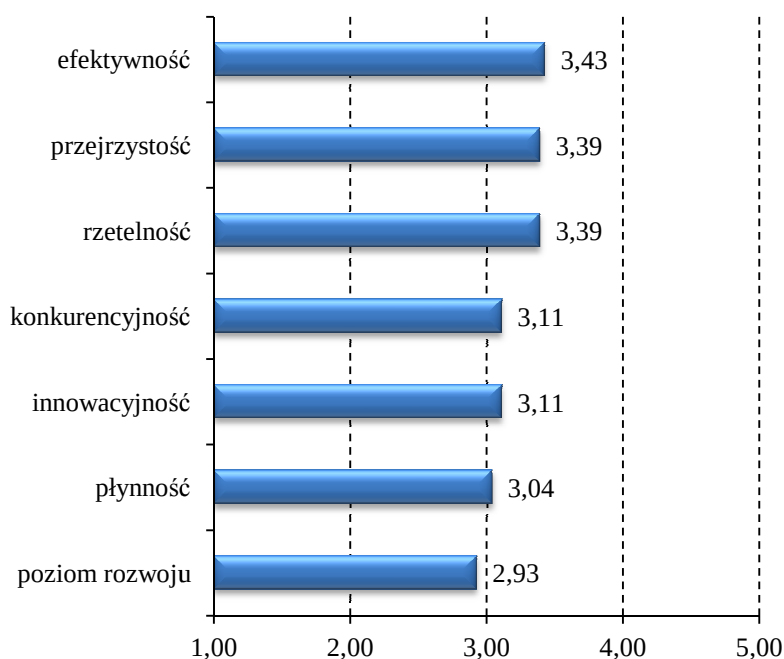
Kolejną wyodrębnioną wyraźnie przez respondentów grupą cech jest konkurencyjność i innowacyjność, które zostały ocenione na równym poziomie (3,11 punktu). Cechy odnoszą się do pozycji rynku kapitałowego na tle innych rynków. Zarówno innowacyjność, odnosząca się do nowych instrumentów, nowych technologii oraz integracji z innymi rynkami, jak i konkurencyjność zdefiniowana jako atrakcyjność w stosunku do innych rynków, zarówno w ujęciu rzeczowym jak i przestrzennym, ocenione są poniżej średniej wyznaczonej dla rynku.

Warto zauważyć, że rynek kapitałowy najgorzej jest postrzegany z punktu widzenia poziomu rozwoju (2,93 punktu) oraz płynności (3,04 punktu). Płynność, określona jako szybkość realizowania transakcji, wolumen obrotów²²⁵ oraz aktywność inwestorów, można uznać za jedną z charakterystyk poziomu rozwoju rynku. Poziom rozwoju poza płynnością

²²⁴ Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Polsce rozpoczęła swoją działalność 16 kwietnia 1991 roku. , jako spółka akcyjna Skarbu Państwa. Zadaniem GPW jest organizacja obrotu instrumentami finansowymi. Giełda zapewnia koncentrację w jednym miejscu i czasie ofert kupujących i sprzedających w celu wyznaczenia kursu i realizacji transakcji. Skarb Państwa posiada 14.688.470 akcji Spółki, co stanowi 35,00%-owy udział w kapitale zakładowym Spółki, które uprawniają do wykonywania 29.376.940 głosów, co stanowi 51,40%-owy udział w ogólnej liczbie głosów. Jest to jedyny akcjonariusz posiadający powyżej 5% ogólnej liczby głosów w rozumieniu art. 22 ust. 5 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi z późn. zm.).

²²⁵ Określa liczbę transakcji kupna – sprzedaży papierów wartościowych.

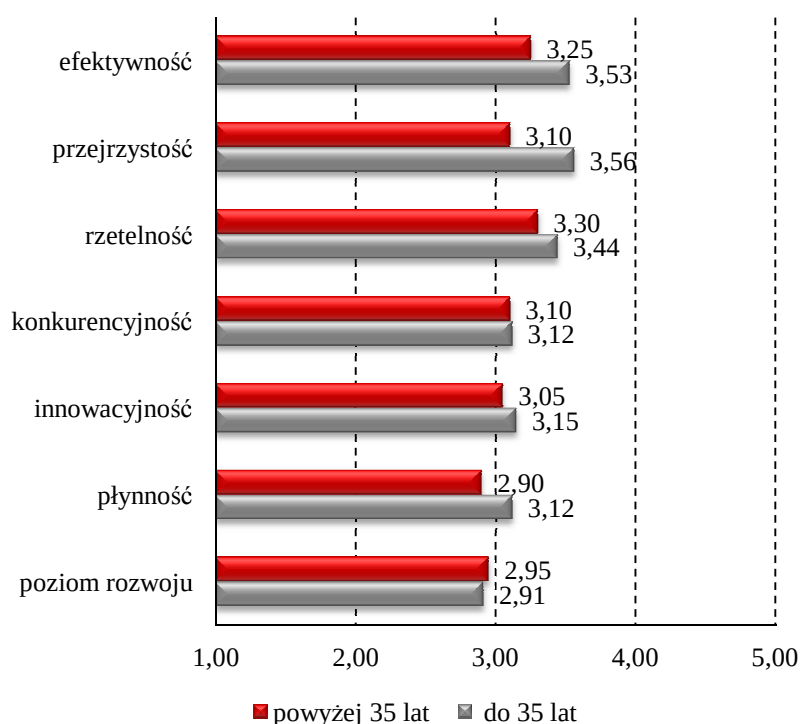
oceniany jest na podstawie wielkości oraz głębokości. Tłumaczy to zbliżony do siebie poziom oceny.



Wykres 17. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek

Źródło: Opracowanie własne

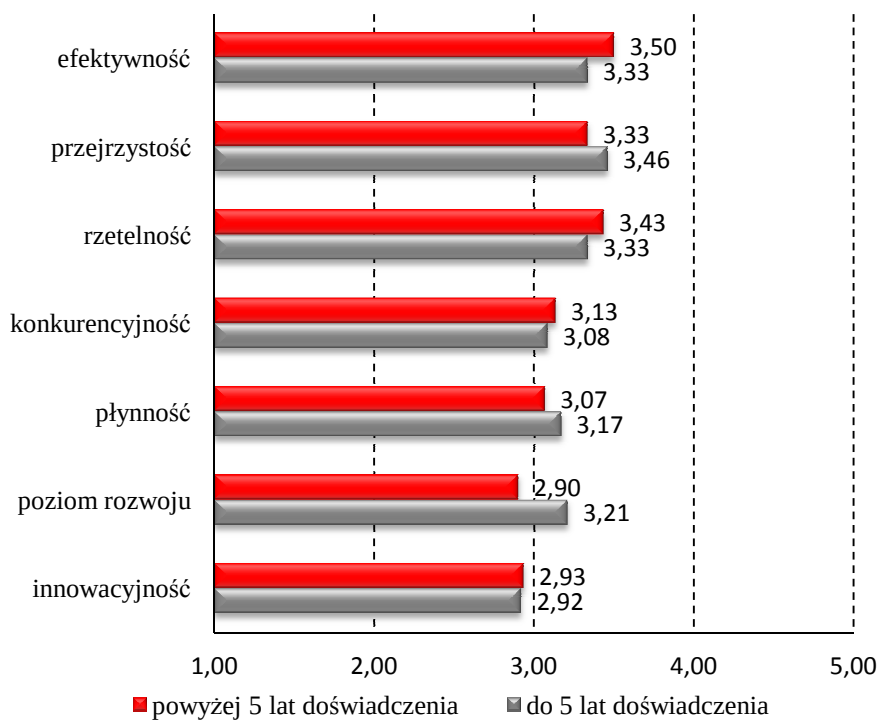
Spośród wymienionych cech rynku kapitałowego efektywność okazała się najwyżej oceniana przez większość respondentów. Zastanawia względnie duże znaczenie tego kryterium. Wyjaśnienia szukać można w profilach osób wskazujących na ten aspekt rozwoju. Wśród ekspertów grupa osób poniżej 35 roku życia ocena polskiego rynku kapitałowego jest zdecydowanie mniej krytyczna niż wśród grupy powyżej 35 lat. Najbardziej wyraźne różnice w ocenie są obserwowane w przypadku efektywności, przejrzystości i płynności rynku kapitałowego. Pozostałe charakterystyki rynku przedstawiają się na zbliżonym poziomie.



Wykres 18. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek wg wieku respondentów

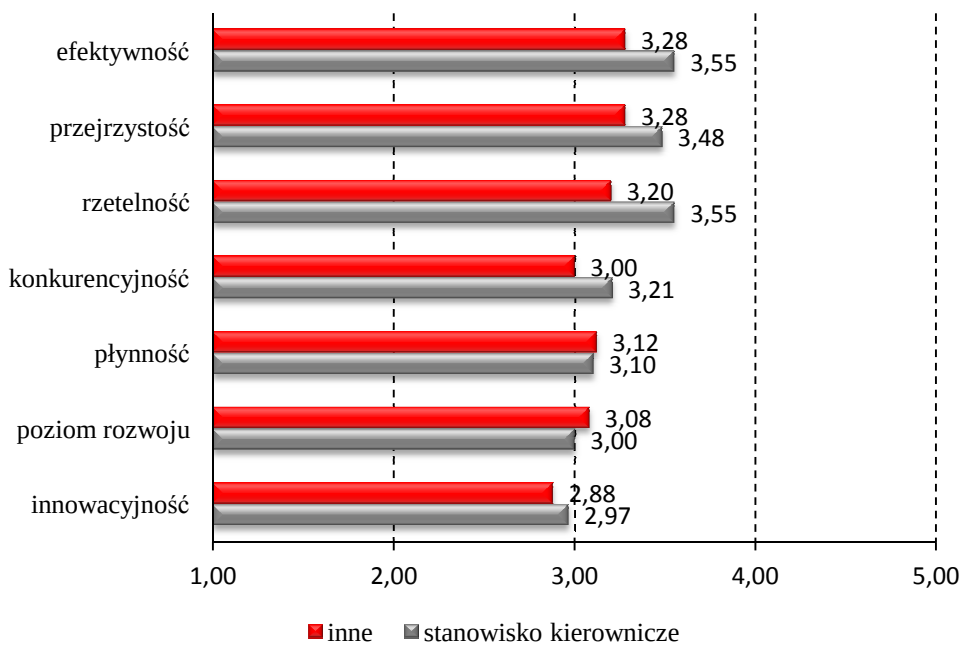
Źródło: Opracowanie własne

Podobny rozkład ocen rynku kapitałowego przedstawia się przy podziale respondentów wg zajmowanego stanowiska. Osoby zajmujące stanowisko kierownicze (kierownik, dyrektor, prezes) oceniają rynek lepiej niż przedstawiciele innych stanowisk. Zatem uznając, że grupa respondentów zajmująca stanowiska kierownicze, to w większości ta sama grupa, co osoby powyżej 35 roku życia, a zarazem reprezentujące grupę z większym doświadczeniem na rynku kapitałowym.



Wykres 19. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek wg doświadczenia

Źródło: Opracowanie własne



Wykres 20. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek wg zajmowanego stanowiska

Źródło: Opracowanie własne

Z punktu widzenia postawionych celów i hipotez niniejszej pracy ważna jest ocena w kontekście innowacyjności i konkurencyjności rynku kapitałowego, a co za tym idzie dostępności nowoczesnych i zróżnicowanych instrumentów dostępnych w ramach rynku. Niska ocena innowacyjności rynku kapitałowego może świadczyć o braku dostępności konkurencyjnych instrumentów inwestycyjnych, dostępnych na rynkach rozwiniętych. Oznacza to, że może istnieć realna potrzeba stworzenia w ramach polskiego rynku kapitałowego funduszy nieruchomości typu REITs.

Akcesja Polski do Unii Europejskiej umożliwiła inwestorom obecnym na rodzimym rynku kapitałowym uzyskanie dostępu do jednego wspólnego rynku, podlegającego procesowi integracji. Procesy integracyjne, które dokonują się w obrębie rynków kapitałowych państw członkowskich Unii Europejskiej, są jednym z ważniejszych elementów zachodzących tam zmian. Jednocześnie zmiany te powodują wzrost znaczenia rynków kapitałowych w gospodarce, potwierdzając zarazem globalne trendy. Znaczenie integracji rynków kapitałowych odzwierciedlają wyniki badań.

Punktem wyjścia do rozważań na temat funduszy nieruchomości typu REIT jest prezentowany we wcześniejszych rozdziałach proces globalizacji rynków funduszy nieruchomości oraz obserwowana ścieżka ekspansji tego rodzaju funduszy na innych rynkach Unii Europejskiej.

Respondenci wybierali z siedmiu zaproponowanych scenariuszy rozwoju rynku kapitałowego pięć szeregując w kolejności od najbardziej do najmniej prawdopodobnego. Wśród zaproponowanych respondentom możliwych scenariuszy rozwoju polskiego rynku kapitałowego za najbardziej prawdopodobne zostały uznane scenariusze związane z pozytywnymi efektami integracji europejskiej oraz wzrostem roli rynku kapitałowego dla gospodarki (3,35 punktu). Korzyści wynikające z integracji związane są bezpośrednio z funkcjonowaniem rynków, a pośrednio skutkują zwiększeniem akumulacji kapitału w gospodarce oraz jego efektywnym wykorzystaniem, wzrostem oszczędności i dochodu narodowego.

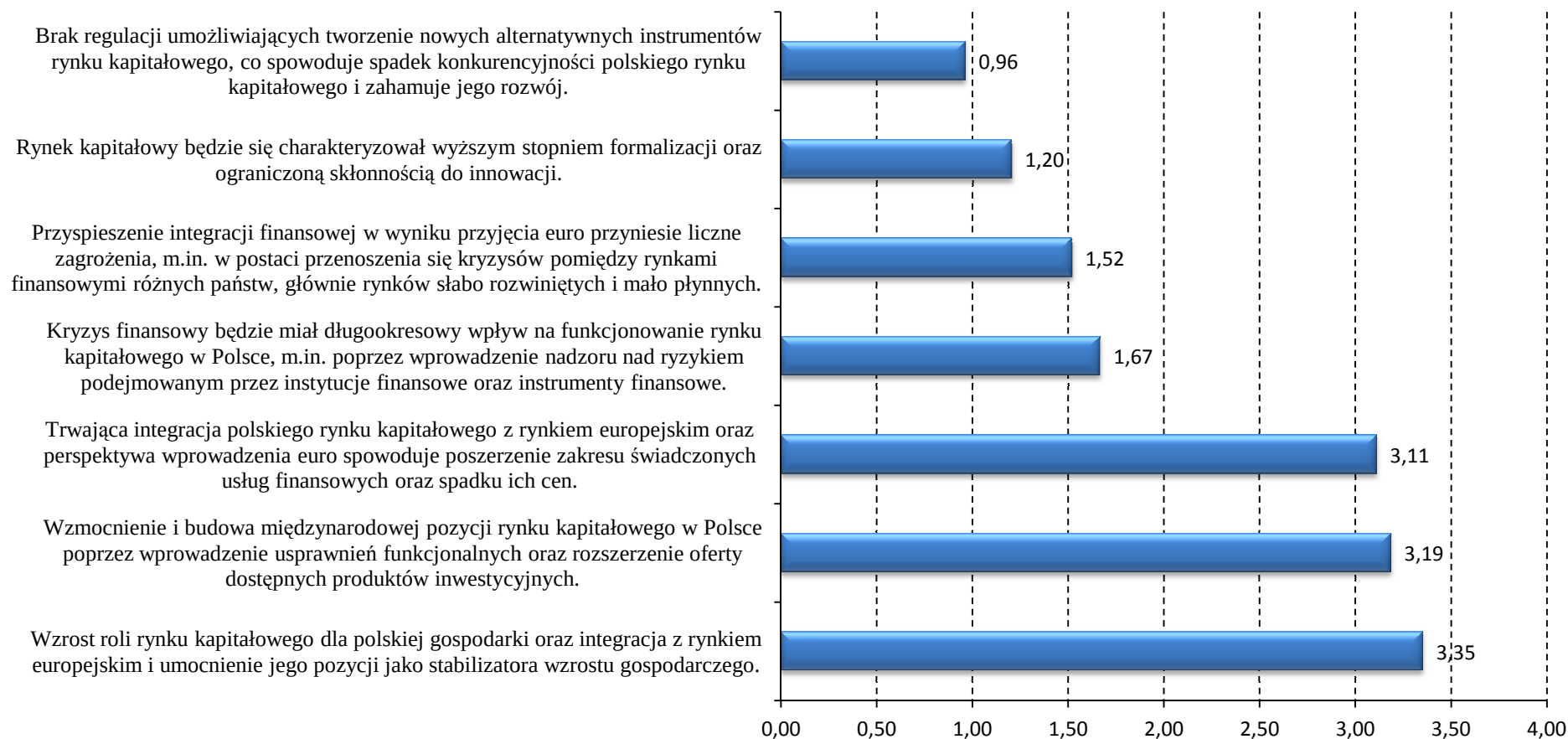
Jednym z możliwych bodźców wpływających pozytywnie na wzmocnienie roli rynku kapitałowego dla gospodarki powinno być pojawienie się nowoczesnych form inwestowania, w szczególności funduszy nieruchomości, dzięki którym będzie można pozyskiwać kapitał od najdrobniejszych inwestorów indywidualnych. Ta właśnie grupa inwestorów, jak zostało pokazane w poprzednich rozdziałach, nie ma przy istniejących regulacjach prawnych i

dostępnych instrumentach, partycypować w korzyściach płynących z udziału w funduszach nieruchomości, chociażby ze względu na wysokie bariery wejścia i wyjścia z inwestycji.

Ankietowani eksperci rynku kapitałowego wskazują na wzmocnienie i budowę międzynarodowej pozycji rynku kapitałowego w Polsce poprzez wprowadzenie usprawnień funkcjonalnych oraz rozszerzenie oferty dostępnych produktów inwestycyjnych (3,19 punktu). Trzecim najbardziej prawdopodobnym scenariuszem rozwoju rynku kapitałowego wskazanym przez respondentów jest perspektywa dalszej integracji oraz wprowadzenie euro, co może spowodować poszerzenie zakresu świadczonych usług finansowych oraz spadek ich cen (3,11 punktu).

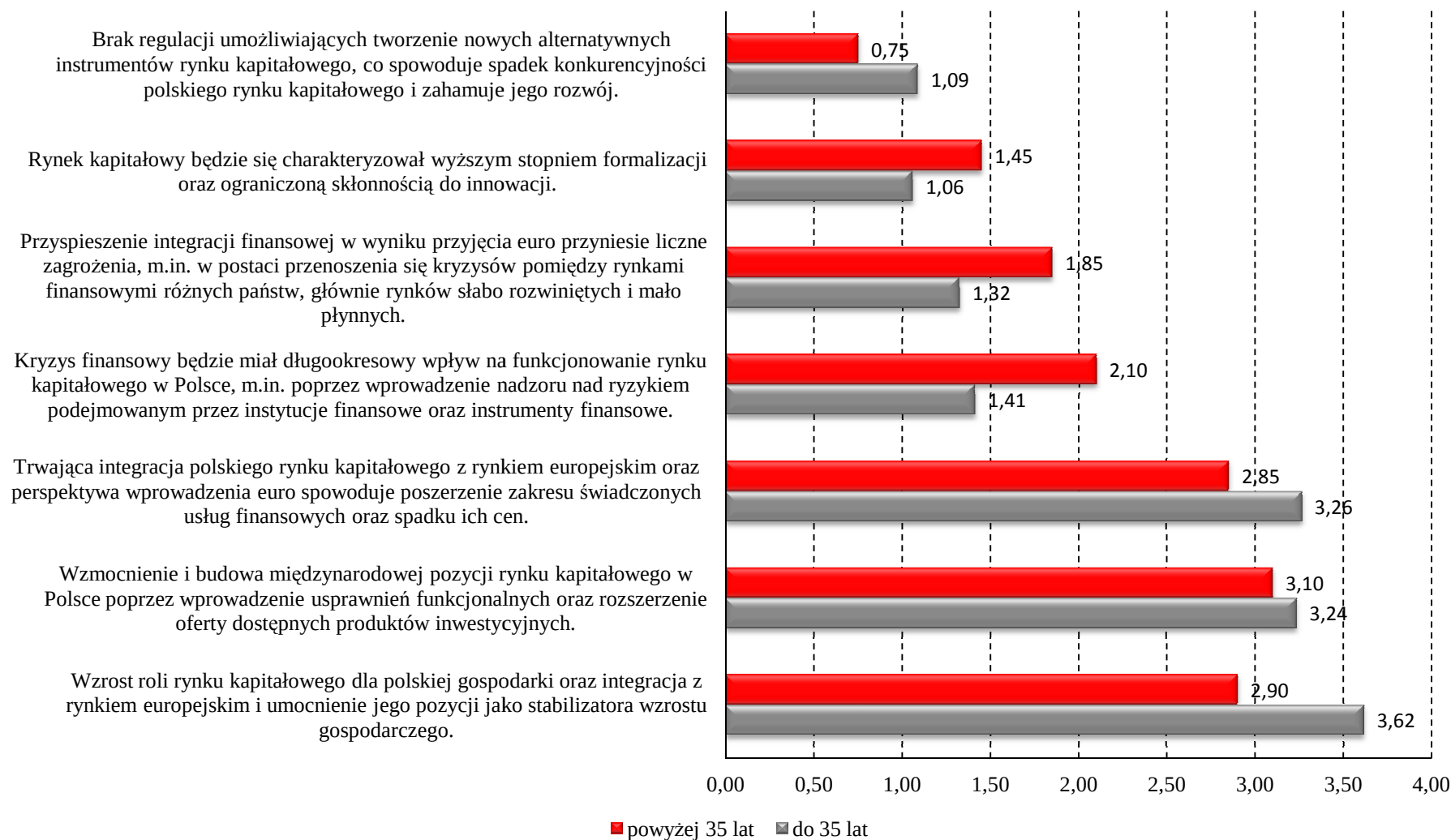
Widoczna jest granica między pozytywnymi a negatywnymi scenariuszami rozwoju rynku. Znaczenie integracji i jej wpływu na gospodarkę wyraźnie dominuje nad wpływem kryzysu finansowego oraz licznymi zagrożeniami wynikającymi m.in. z przyjęcia euro (1,67 punktu). Zdecydowanie niewielu respondentów dostrzega możliwość spadku konkurencyjności naszego rodzimego rynku kapitałowego i zahamowanie jego rozwoju, spowodowane brakiem regulacji umożliwiających tworzenie nowych alternatywnych instrumentów rynku (0,96 punktu).

Podsumowując należy stwierdzić, że w opinii większości respondentów rynek kapitałowy będzie się dynamicznie rozwijał dzięki postępującej integracji z rynkiem europejskim. Zapewnienie swobodnego przepływu kapitału ma ogromne znaczenie dla gospodarek podlegających procesom integracji. Integracja zatem powinna umocnić pozycję rynku jako stabilizatora wzrostu gospodarczego kraju.



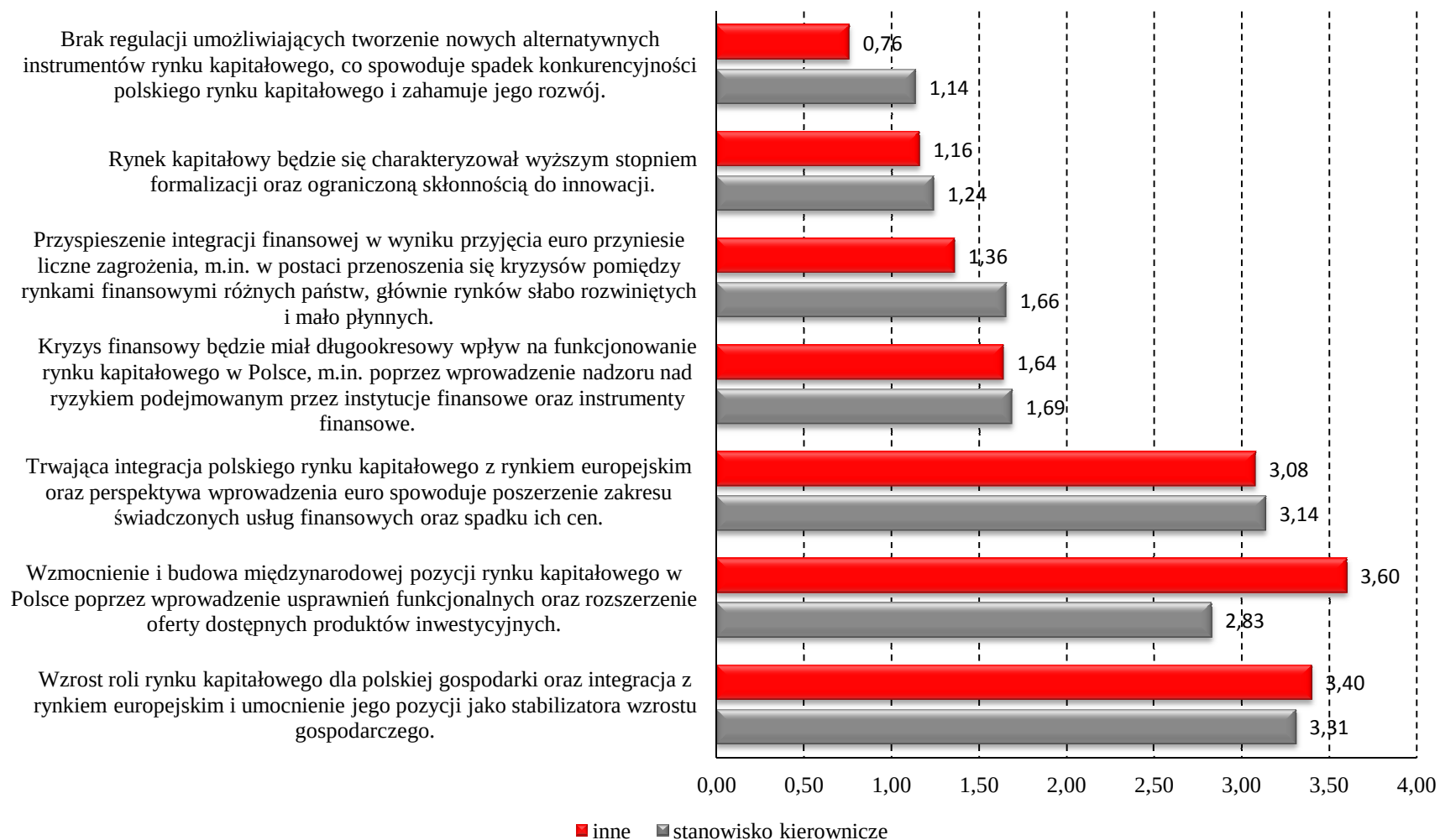
Wykres 21. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego (prognoza 5 – letnia)

Źródło: Opracowanie własne



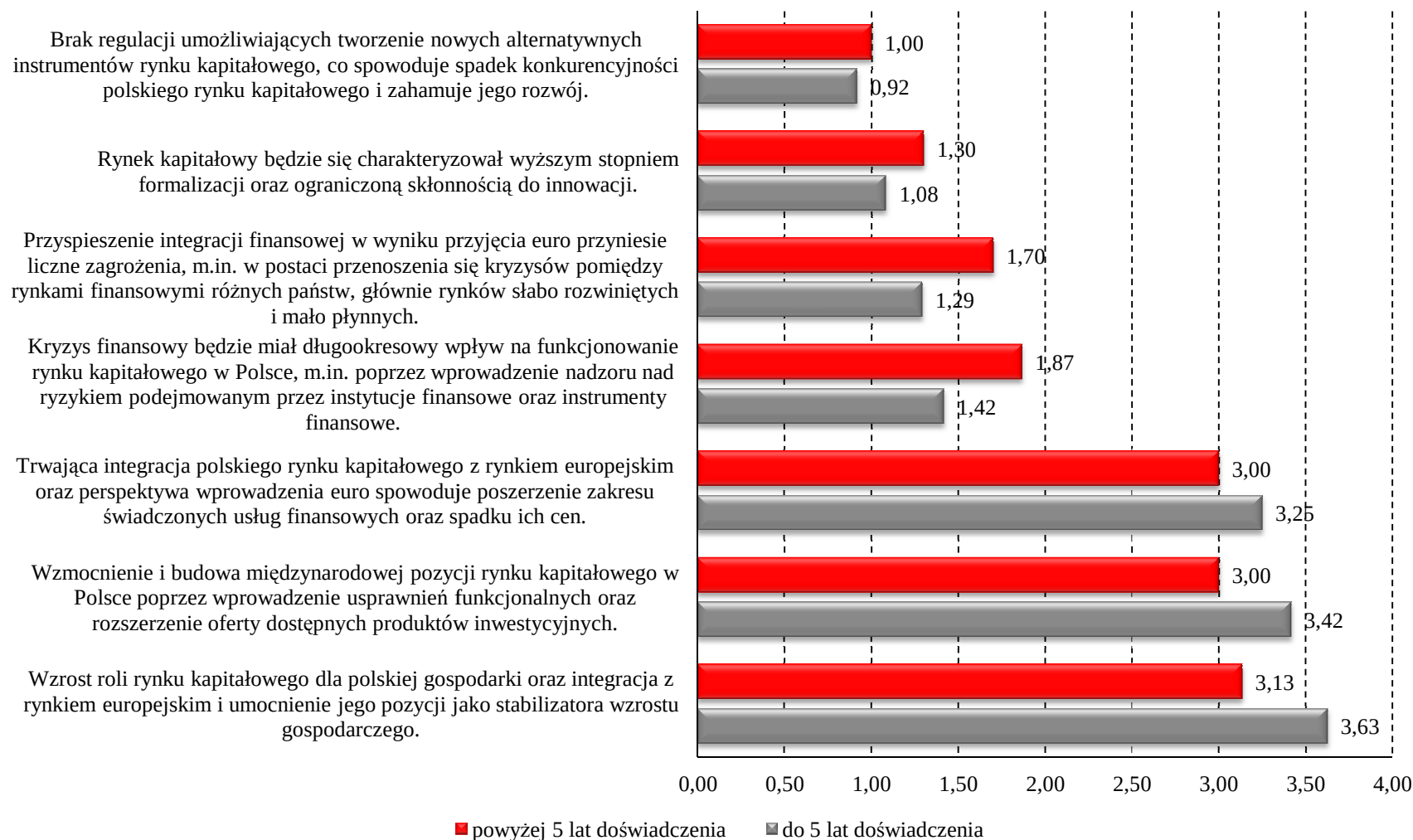
Wykres 22. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego wg wieku (prognoza 5 – letnia)

Źródło: Opracowanie własne



Wykres 23. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego wg zajmowanego stanowiska (prognoza 5 – letnia)

Źródło: Opracowanie własne



Wykres 24. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego wg doświadczenia (prognoza 5 – letnia)

Źródło: Opracowanie własne

Z analizy danych wynika, że o wiele bardziej pesymistycznie oceniają przyszłość polskiego rynku kapitałowego respondenci w wieku powyżej 35 lat. Grupa ta dostrzega w większym stopniu znaczenie zagrożeń wynikających z wprowadzenie euro jako czynnika przyspieszającego integrację (2,10 punktu w stosunku do 1,41 punktu w ocenie osób poniżej 35 roku życia) oraz długookresowy wpływ kryzysu finansowego na funkcjonowanie rynku, m.in. poprzez wprowadzenie nadzoru nad ryzykiem podejmowanym przez instytucje finansowe oraz instrumenty finansowe. Optymistyczne scenariusze rozwoju uwzględniające znaczenie integracji i pozytywne aspekty wprowadzenia euro zdecydowanie częściej są wskazywane przez grupę osób poniżej 35 roku życia.

Podobne zależności wynikają z analizy danych opartej na doświadczeniu respondentów w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego. Osoby z większym doświadczeniem – powyżej 5 lat, są nastawieni bardziej pesymistycznie w stosunku do grupy z mniejszym doświadczeniem. Jedynie wpływ zajmowanego stanowiska na wybór scenariusza nie jest znaczący.

Wśród respondentów z maksymalnie 5 letnim doświadczeniem zawodowym i w wieku poniżej 35 lat można zaobserwować większe dysproporcje w ocenie scenariuszy. Dysproporcje są widoczne przy porównywaniu wariantów pesymistycznych i wariantów optymistycznych. Wskazywane scenariusze optymistyczne jak, skupiające się wokół integracji z UE, to głównie:

- wzrost roli rynku kapitałowego dla polskiej gospodarki oraz integracja z rynkiem europejskim i umocnienie jego pozycji jako stabilizatora wzrostu gospodarczego,
- wzmocnienie i budowa międzynarodowej pozycji rynku kapitałowego w Polsce poprzez wprowadzenie usprawnień funkcjonalnych oraz rozszerzenie oferty dostępnych produktów inwestycyjnych,
- trwająca integracja polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim oraz perspektywa wprowadzenia euro spowoduje poszerzenie zakresu świadczonych usług finansowych oraz spadku ich cen.

Z drugiej strony, pesymistyczne scenariusze, które opierają się na wpływie trwającego kryzysu na rynkach finansowych:

- kryzys finansowy będzie miał długookresowy wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce, m.in. poprzez wprowadzenie nadzoru nad ryzykiem podejmowanym przez instytucje finansowe oraz instrumenty finansowe,

- przyspieszenie integracji finansowej w wyniku przyjęcia euro przyniesie liczne zagrożenia, m.in. w postaci przenoszenia się kryzysów pomiędzy rynkami finansowymi różnych państw, głównie rynków słabo rozwiniętych i mało płynnych,
- rynek kapitałowy będzie się charakteryzował wyższym stopniem formalizacji oraz ograniczoną skłonnością do innowacji,
- brak regulacji umożliwiających tworzenie nowych alternatywnych instrumentów rynku kapitałowego, co spowoduje spadek konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego i zahamuje jego rozwój.

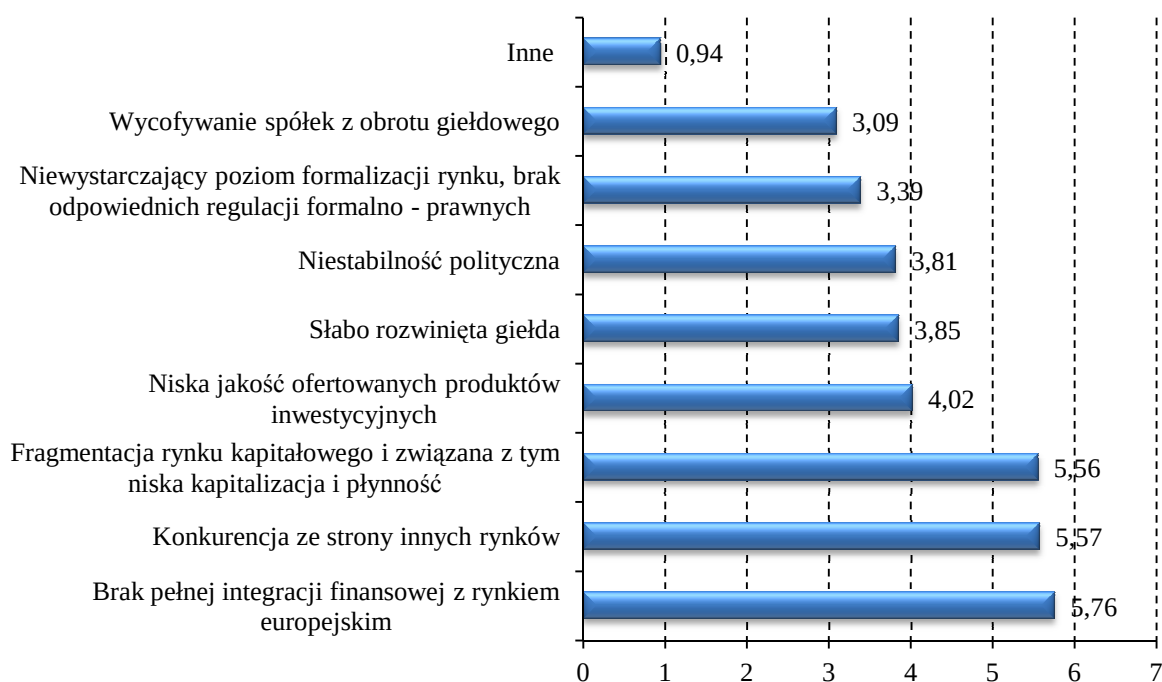
Można zatem wnioskować, że młodzi z większym doświadczeniem o wiele bardziej optymistycznie odnoszą się do perspektyw rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Zintegrowany rynek kapitałowy powinien spełniać trzy podstawowe warunki:

- podmioty świadczące usługi finansowe mają prawo bez dodatkowych ograniczeń świadczyć je na terenie całej UE;
- środki inwestorów mogą być lokowane swobodnie na obszarze całej UE;
- kapitał pozyskiwany przez emitentów instrumentów rynku kapitałowego może być bez ograniczeń i konieczności spełniania dodatkowych wymogów pozyskiwany w obrębie wszystkich krajów członkowskich UE.²²⁶

Analizując czynniki mogące ograniczać rozwój rynku kapitałowego w Polsce respondenci mając do wyboru dziewięć czynników musieli wybrać osiem szeregując je od najważniejszego do najmniej ważnego. W opinii badanych brak pełnej integracji finansowej z rynkiem europejskim jest najistotniejszym czynnikiem ograniczającym rozwój rynku kapitałowego w Polsce (5,76 punktu).

²²⁶ Na podstawie zasad w zakresie jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, sformułowanych m.in. przez L. Baele'a i D.T. Llewellyn'a, postulatów zamieszczonych w dokumentach Unii Europejskiej.



Wykres 25. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce

Źródło: Opracowanie własne

Podstawowym miernikiem służącym określeniu znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce są zmiany wskaźnika kapitalizacji giełd do produktu krajowego brutto (PKB). Według analizy dr. Tomasza Kowalaka²²⁷ w 1980 r. wskaźnik ten przekroczył 10% jedynie w Szwecji (11%), Holandii (19%) i wielkiej Brytanii (38%), natomiast w 1995 r. państwa ze wskaźnikiem poniżej 20% stały się wyjątkiem. Średni poziom tego wskaźnika dla państw UE-15 wynosił wtedy 43%, dla rekordowej Wielkiej Brytanii 122%, a dla Polski zaledwie 4%. W 2004 r., po poszerzeniu UE, kapitalizacja giełd stanowiła 68% unijnego PKB. Wtedy najwyższy poziom odnotowano w Luksemburgu (143%) oraz Wielkiej Brytanii (127%), a najniższy w nowych państwach członkowskich: w Polsce oraz na Węgrzech, odpowiednio 24% i 25%, wg danych WFE²²⁸.

Barierą możliwie szerokiej integracji, a zatem także rozwoju rynku kapitałowego jako ważnego sektora gospodarki narodowej jest niewprowadzenie we wszystkich krajach członkowskich wspólnej waluty. Skutkuje to wahaniami kursowymi i relatywnie wysokim poziomem ryzyka inwestowania w zagraniczne papiery wartościowe. Mimo że wprowadzenie

²²⁷ Więcej w: T.Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 89.

²²⁸ The World Federation of Exchange - WFE.

wspólnej waluty nie jest przesłanką utworzenia wspólnego rynku, warunkuje w znacznym stopniu jego funkcjonowanie – głównie poprzez wyeliminowanie ryzyka kursowego.²²⁹

Minimalnie mniejsze znaczenie przypisano konkurencji ze strony innych rynków (5,57 punktu) oraz fragmentacji rynku i związaną z tym niską kapitalizację oraz małą płynność (5,56 punktu). Polski rynek kapitałowy charakteryzuje się fragmentacją, przejawiającą się głównie zróżnicowanym zakresem regulacji prawnych. Przepływ kapitału w przestrzeni transgranicznej wymaga dostosowania do obowiązujących wymagań unijnych, co niestety nie jest jeszcze spełnione m.in. w przypadku pełnego dostosowania sektora funduszy inwestycyjnych do dyrektywy UCITS²³⁰.

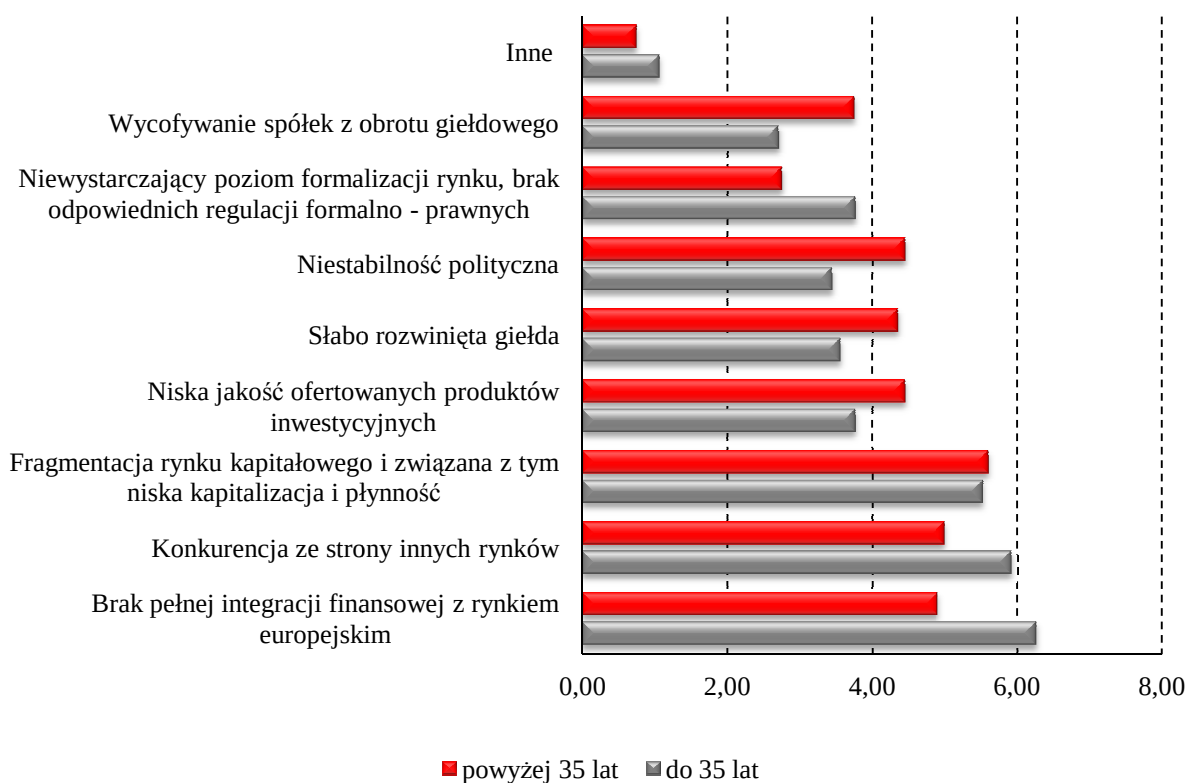
Fragmentacja krajowego rynku ma miejsce nie tylko ze względu na niejednorodne regulacje i zwyczaje rynkowe. Jednym z istotnych czynników jest również zróżnicowanie systemów podatkowych. Zgodnie z art. 56 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską „zakazane są wszelkie ograniczenia w przepływie kapitału między państwami członkowskimi a państwami trzecimi”. Swobodny przepływ kapitału, a co za tym idzie poziom integracji europejskiej uwarunkowany jest jednak szeregiem czynników ograniczających tę swobodę. Do najważniejszych czynników ograniczających możemy zaliczyć bez wątpienia niejednorodny system podatkowy w obrębie UE. Różnorodność systemów podatkowych w obrębie krajów członkowskich, wynika z możliwości stosowania własnych przepisów podatkowych. Negatywne odbicie znajduje to m.in. w opodatkowaniu transakcji typu cross-border.

Wśród czynników ograniczających rozwój rynku kapitałowego istotne znaczenie ma także dostęp do odpowiedniej infrastruktury. Jednym z najważniejszych elementami infrastruktury jest giełda papierów wartościowych. Słabo rozwinięta giełda została przez respondentów oceniona jako czynnik stanowiący średni poziom ograniczenia rozwoju rynku kapitałowego (3,85 punktu).

Często spotykanym zarzutem pod adresem polskiego rynku kapitałowego jest hamowanie jego rozwoju niska jakość dostępnych na rynku produktów inwestycyjnych. Potwierdza to także analiza danych uzyskanych od badanych ekspertów rynku kapitałowego (4,02 punktu). Niska jakość produktów skutkuje małą konkurencyjnością rynku kapitałowego.

²²⁹ T.Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006, s. 121

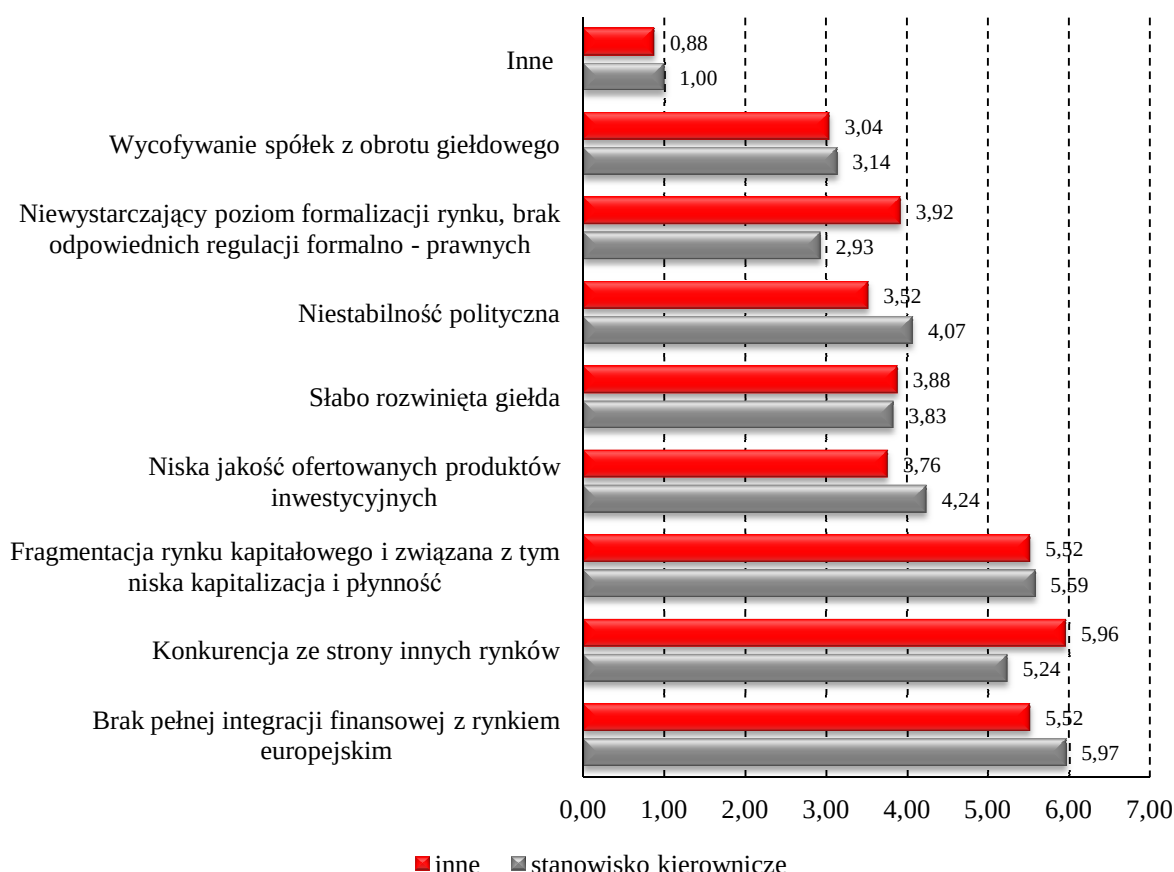
²³⁰ UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) – fundusz inwestycyjny lub inaczej przedsiębiorstwo wspólnego inwestowania; pojęcie wprowadziła dyrektywa 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstwa wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe.



Wykres 26. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce wg wieku

Źródło: Opracowanie własne

Biorąc pod uwagę zróżnicowanie opinii w zależności od wieku respondentów należy zauważyć, że zdecydowanie osoby poniżej 35 roku życia najważniejszą barierę rozwoju rynku widzą w braku integracji oraz konkurencji ze strony innych rynków. Podobnie respondenci powyżej 35 roku życia, ale waga tych barier jest w drugiej grupie znacznie niższa. Odwrotna sytuacja jest obserwowana w przypadku czynników tworzących bariery instytucjonalno – prawne rynku kapitałowego, m.in. słabo rozwiniętą giełdę, niewystarczający poziom formalizacji rynku, brak odpowiednich regulacji oraz niską jakość oferowanych produktów inwestycyjnych. W tym przypadku respondenci z grupy powyżej 35 roku życia nadają tym barierą wyższe wagi niż pozostali.

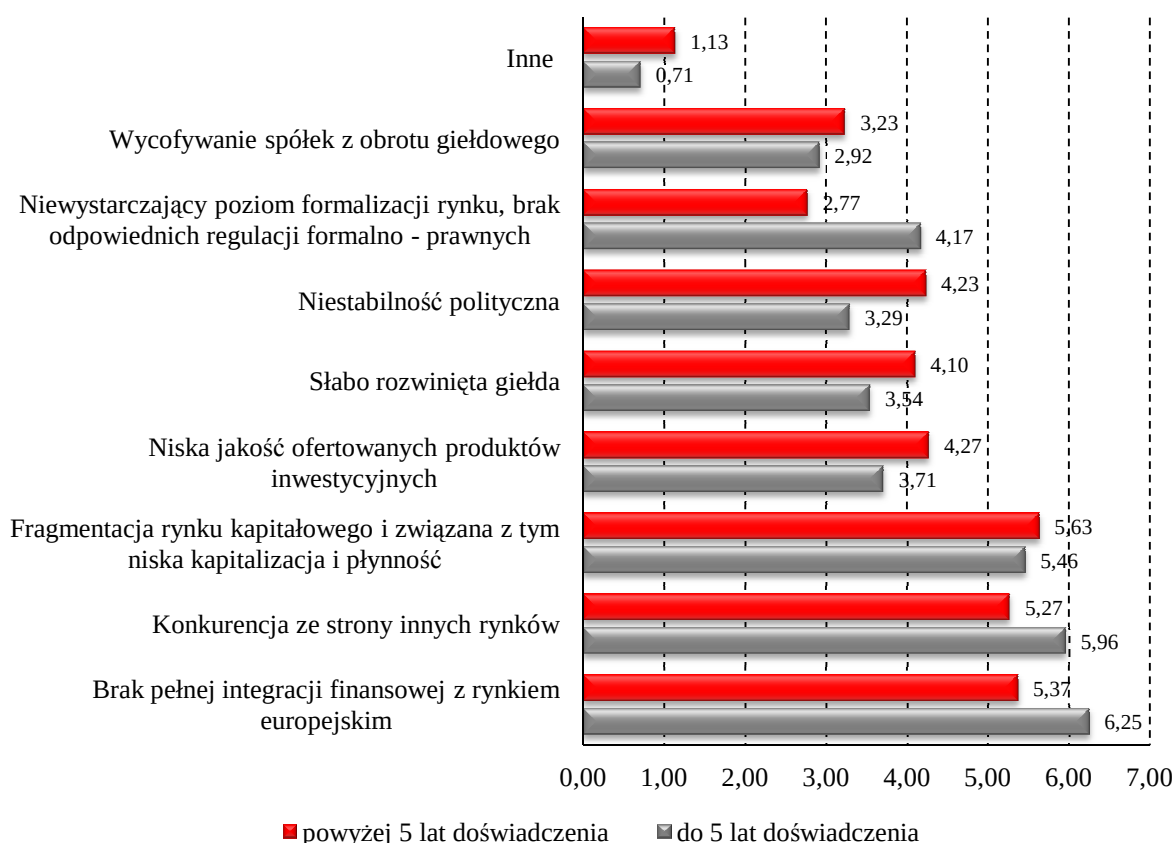


Wykres 27. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce wg zajmowanego stanowiska

Źródło: Opracowanie własne

Warto zauważyć, że zarówno dla respondentów powyżej 35 roku życia, jak i tych z doświadczeniem na rynku kapitałowym powyżej 5 lat czynnikiem o większym znaczeniu niż dla pozostałych badanych jest niestabilność polityczna Polski. Polska na obecnym etapie rozwoju nie jest jednak postrzegana przez inne kraje jako niestabilna politycznie, tak jak było to jeszcze kilka lat wstecz.

W przypadku grupy respondentów na kierowniczych stanowiskach w obszarze rynku kapitałowego największe znaczenie ma brak pełnej integracji rynku, natomiast znaczenie konkurencji ze strony innych rynków zostało ocenione przez tę grupę jako mające mniejsze znaczenie niż fragmentacja rynku.



Wykres 28. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce wg doświadczenia

Źródło: Opracowanie własne

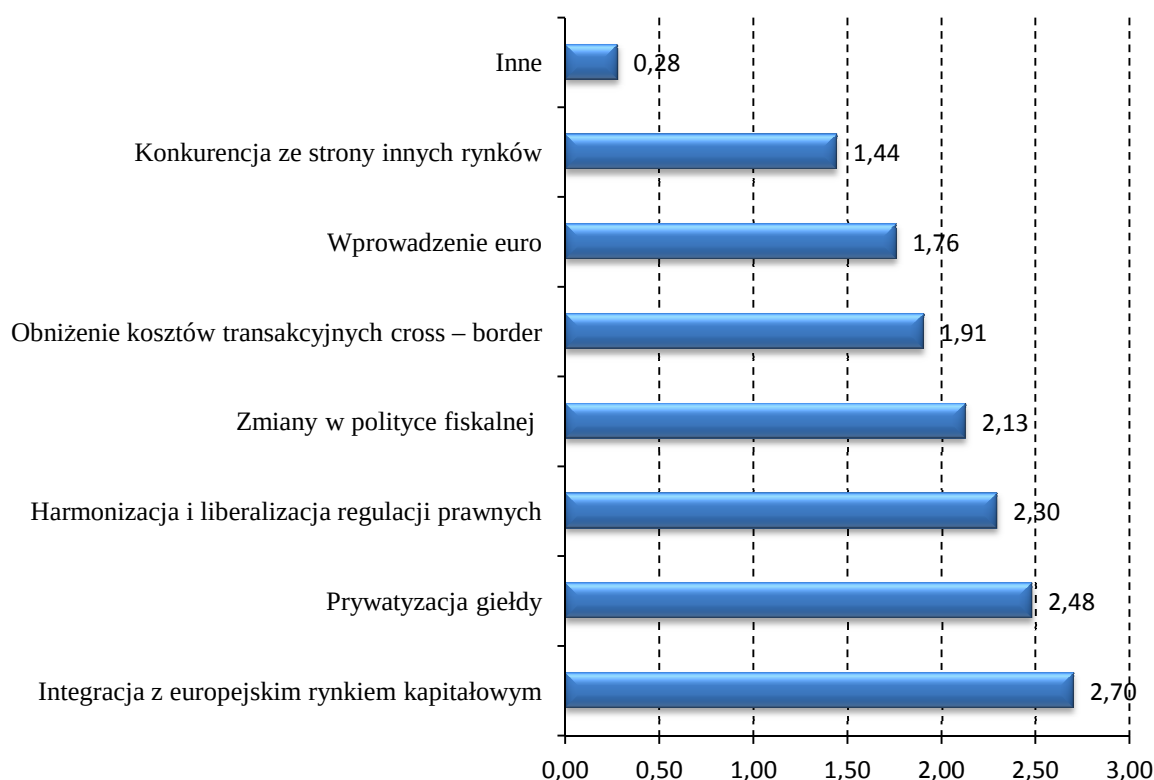
Analiza danych wg wyróżnionych grup respondentów nasuwa następujące wnioski:

- brak pełnej integracji finansowej z rynkiem europejskim jest najważniejszym czynnikiem ograniczającym rozwój rynku kapitałowego; jednak dla grupy respondentów posiadających powyżej 5 lat doświadczenia na rynku większą barierą rozwoju jest fragmentacja rynku oraz związana z tym niska kapitalizacja i płynność; podobnie w przypadku osób na stanowisku kierowniczym, dla których większe znaczenie jako czynnik hamujący ma konkurencja ze strony innych rynków; fragmentacja jest także bardziej istotne dla osób w wieku powyżej 35 lat;
- osoby powyżej 35 roku życia, z większym doświadczeniem na rynku kapitałowym oraz piastujące na nim stanowiska kierownicze stosunkowo dużą wagę przypisują niestabilności politycznej Polski, jako czynnika hamującego rozwój rynku kapitałowego;
- wszystkie grupy respondentów stosunkowo wysoko oceniają aspekt formalno – prawny rynku jako barierę rozwoju, m.in. słabo rozwiniętą giełdę, niską jakość

produktów inwestycyjnych oferowanych na rynku oraz niewystarczający poziom formalizacji.

Wśród ośmiu zaproponowanych stymulatorów rozwoju rynku kapitałowego osoby badane miały za zadanie wybranie pięciu, szeregując je w kolejności od najważniejszego do najmniej ważnego. Integracja z europejskim rynkiem kapitałowym została uznana za najważniejszy stymulator (2,70 punktu). Potwierdza to wcześniejsze wyniki, na podstawie których brak integracji został uznany za największą barierę rozwoju tego rynku.

Badani eksperci rynku kapitałowego za znaczący czynnik stymulujący rozwój rynku uznali prywatyzację Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Ostatnie kilka lat to czas dużych fuzji największych giełd rynku europejskiego. W 2000 roku tendencję tę zapoczątkowała fuzja największych giełd Francji, Holandii, Belgii i Portugalii, która zakończyła się utworzeniem ponadkrajowego rynku Euronext. W 2006 r. do tej grupy włączyła się nowojorska giełda papierów wartościowych tworząc NYSE Euronext. W ten sposób powstał największy pod względem wielkości kapitalizacji rynek kapitałowy na świecie. Kolejnym przykładem stał się skandynawski OMX jako sojusz giełd ze Skandynawii i krajów bałtyckich oraz nowojorski NASDAQ tworząc nowy transatlantycki rynek kapitałowy. W 2007 roku London Stock Exchange wzięła udział w prywatyzacji mediolańskiej giełdy Borsa Italia. Tendencję tę potwierdzają wyniki badań. Respondenci ocenili prywatyzację giełdy jako drugi w kolejności najważniejszy stymulator rozwoju rynku. Przewiduje się, że warszawska giełda znajdzie branżowego partnera w postaci NYSE Euronext, NASDAQ OMX, London Stock Exchange lub Deutsche Borse. Skutkiem takiej prywatyzacji zapewne będzie wzmocnienie pozycji naszej giełdy i budowa regionalnego centrum finansowego Europy Środkowej i Wschodniej. W rankingu „2010 World Financial Centers” przygotowanym przez City of London Corporation, w kategorii regionalnego centrum finansowego Warszawa prześcignęła takie miasta jak Moskwa, Budapeszt i Ateny.



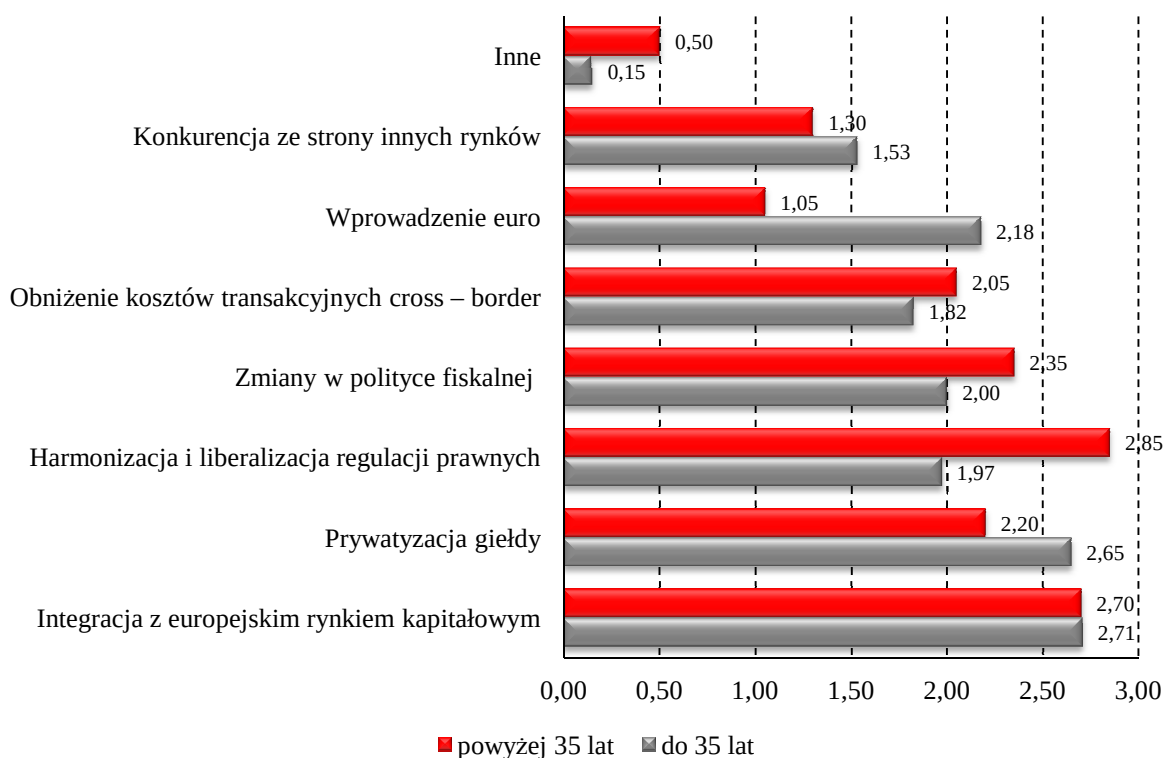
Wykres 29. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce

Źródło: Opracowanie własne

Istotnymi czynnikami stymulującymi rozwój wg respondentów są zmiany w sferze dostosowania regulacji prawnych (2,30 punktu) i polityki fiskalnej (2,13 punktu) do obowiązujących norm unijnych.

Coraz większe otwarcie rynków oraz rosnące możliwości technologiczne w zakresie świadczenia usług i organizowania obrotu instrumentami finansowym sprzyjają rozwojowi transakcji typu cross-border. Inwestorzy poszukują nowych rynków, na których mogą ulokować kapitał, emitenci papierów wartościowych chcą pozyskiwać kapitał po najniższym koszcie, także na zagranicznych rynkach, a pośrednicy finansowi są zainteresowani zwiększeniem skali działania w celu osiągnięcia dodatkowych przychodów. Wszystko to powoduje wzrost współzależności między rynkami kapitałowymi na świecie, stymulując w ten sposób procesy integracyjne zachodzące na tych rynkach.²³¹ Obniżenie kosztów transakcyjnych cross-border zostało ocenione przez badanych ekspertów jako jeden ze stymulatorów rozwoju rynku kapitałowego w Polsce (1,91 punktu).

²³¹ T. Kowalak, „Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej”, NBP, Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa 2009, s. 93

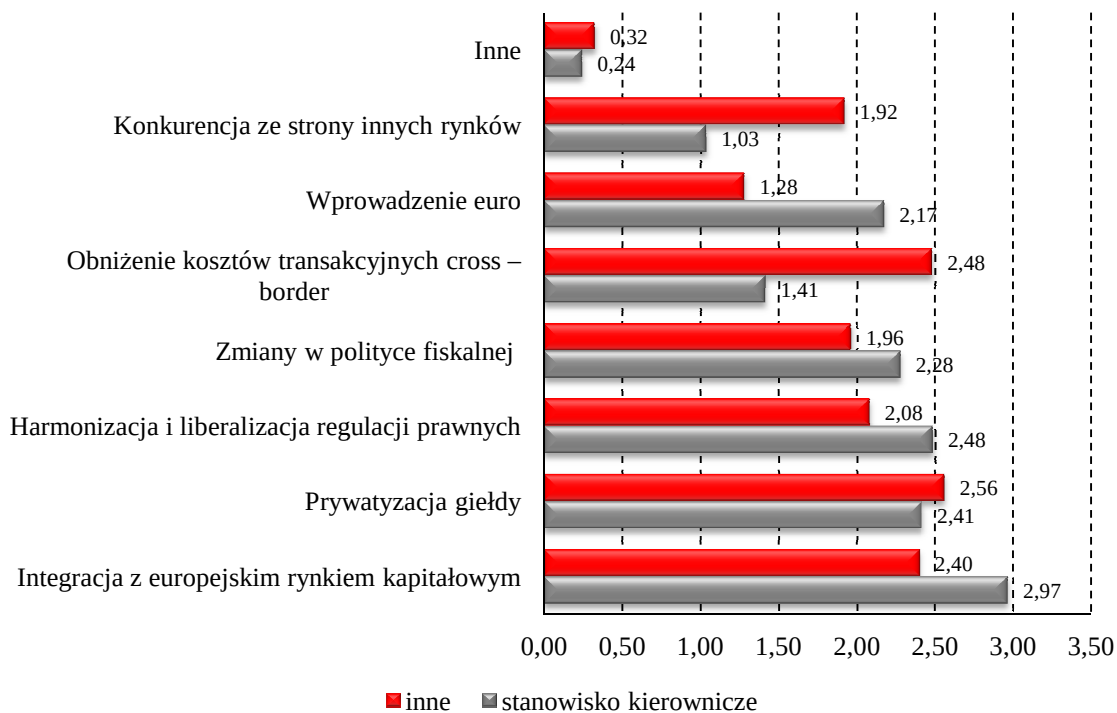


Wykres 30. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wg wieku

Źródło: Opracowanie własne

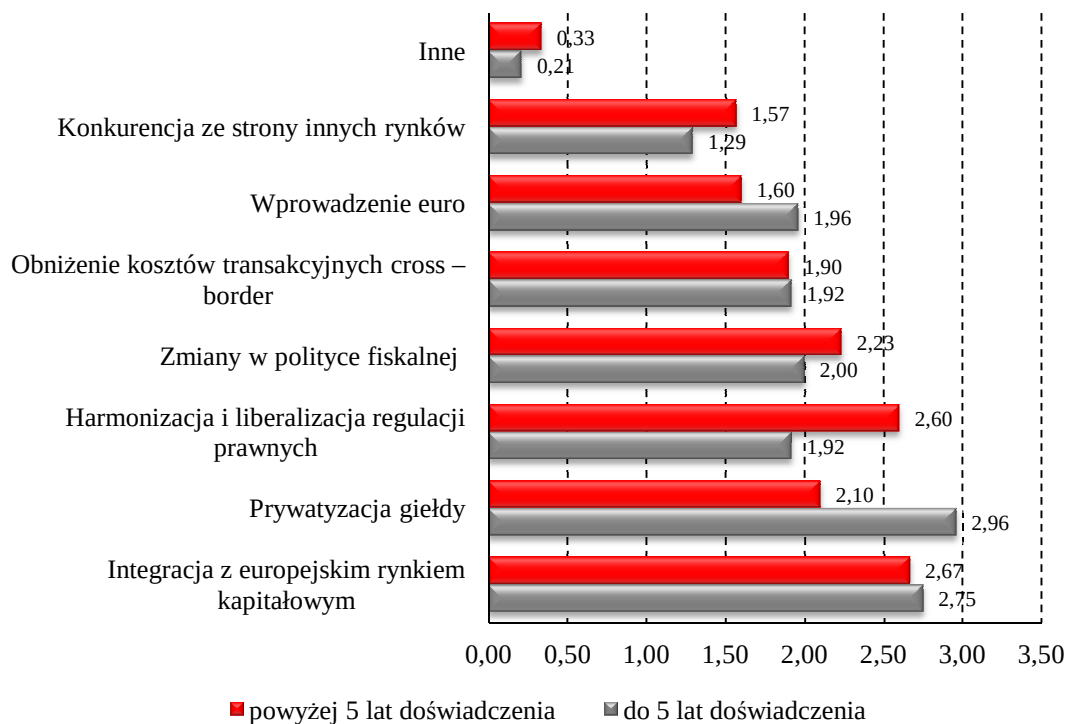
Wśród respondentów powyżej 35 roku życia stymulatorem mającym największe znaczenie dla rozwoju rynku jest harmonizacja i liberalizacja regulacji prawnych (2,85 punktu). Dla pozostałej grupy czynnik ten ma zdecydowanie mniejsze znaczenie (1,97 punktu). Brak także zgodności co do znaczenia wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty euro. Respondenci w wieku do 35 lat widzą w euro dużą szansę rozwoju rynku (2,18 punktu), a pozostali badani umieścili ten czynnik na końcu przed czynnikami innymi.

Analiza wyników badania dla grup zróżnicowanych według zajmowanego stanowiska możemy zaobserwować, że najważniejszymi stymulatorami rozwoju dla osób zajmujących stanowiska kierownicze są odpowiednio w kolejności integracja z europejskim rynkiem kapitałowym, harmonizacja i liberalizacja regulacji prawnych, prywatyzacja giełdy oraz wprowadzenie euro, przy czym ostatni czynnik dla pozostałych badanych ma najmniejsze znaczenie.



Wykres 31. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wg zajmowanego stanowiska

Źródło: Opracowanie własne



Wykres 32. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wg doświadczenia

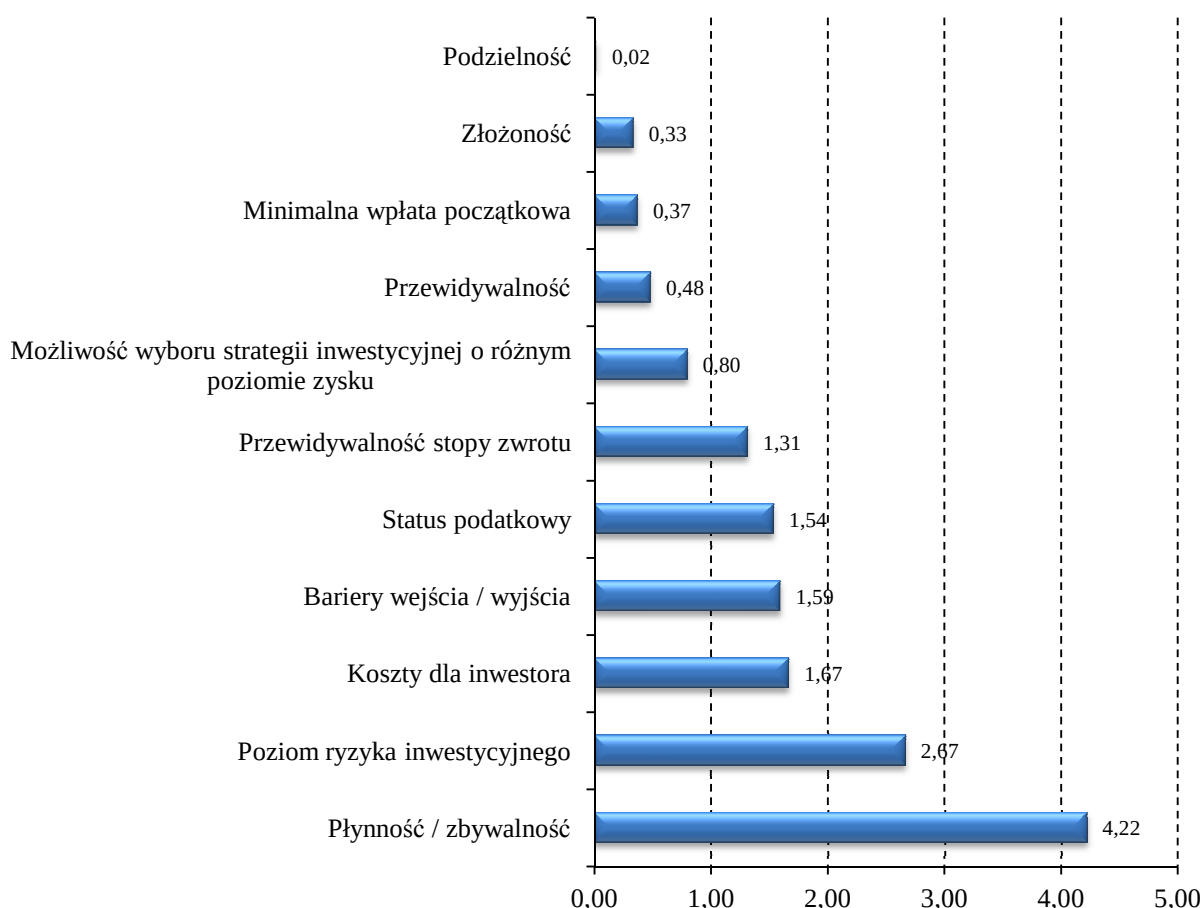
Źródło: Opracowanie własne

Osoby, które wzięły udział w badaniu, z doświadczeniem na rynku poniżej pięciu lat, zdecydowanie największe znaczenie przypisują prywatyzacji giełdy, jako koniecznemu warunkowi rozwoju rynku kapitałowego.

Rozwinięty rynek kapitałowy charakteryzuje się szerokim spektrum innowacyjnych instrumentów inwestycyjnych dostępnych zarówno dla inwestorów indywidualnych i inwestorów instytucjonalnych, do których należą m.in. akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa, kontrakty terminowe. Każdy z tych instrumentów charakteryzuje określone cechy, istotne z punktu widzenia inwestora. Inwestor budując portfel inwestycyjny, na podstawie założonej strategii inwestycyjnej, analizuje możliwe do włączenia do portfela instrumenty.

Spośród jedenastu cech instrumentów rynku kapitałowego respondenci musieli wybrać pięć i uszeregować w kolejności od najważniejszej do najmniej ważnej cechy. Zdecydowana większość badanych wskazała na płynność/zbywalność jako najważniejszą cechę brana pod uwagę przy wyborze instrumentów rynku kapitałowego (4,22 punktu). Płynność oznacza łatwość i szybkość zmiany jednych aktywów na inne. Oczywiście najogólniej przyjmuje się, że najmniej płynnymi aktywami są niewątpliwie nieruchomości, a najbardziej papiery wartościowe.

Inwestowanie na rynkach kapitałowych wiąże się z pojęciem ryzyka inwestycyjnego, które można określić jako niepewność w kwestii wielkości osiąganego zysku lub straty, jaką może przynieść inwestycja. Poziom ryzyka inwestycyjnego, uzależniony od wielu czynników o charakterze zarówno ekonomicznym, jak i psychologicznym, został przez ekspertów umieszczony na drugim miejscu (2,67 punktu) w hierarchii istotnych cech instrumentów rynku kapitałowego. Istnieje jedna podstawowa zasada na rynku kapitałowym dotycząca ryzyka inwestycyjnego, mówiąca, że im wyższy poziom ryzyka tym większa oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału. Inwestor konstruując portfel inwestycyjny zakłada swój indywidualny, możliwy do przyjęcia poziom ryzyka i na tej podstawie buduje portfel inwestycyjny.

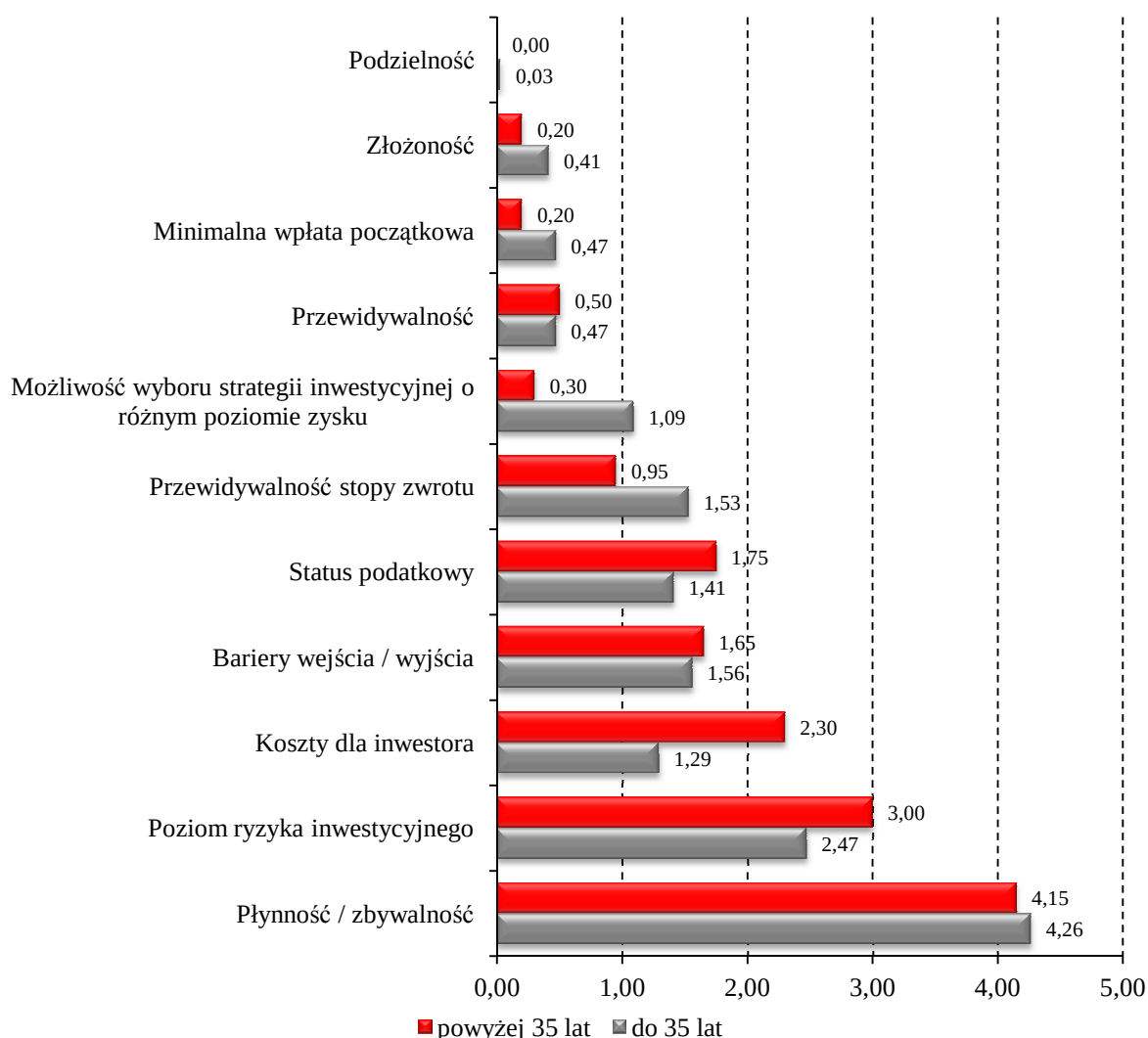


Wykres 33. Cechy instrumentów rynku kapitałowego

Źródło: Opracowanie własne

Obok płynności oraz poziomu ryzyka inwestycyjnego znaczenie pozostałych cech charakterystycznych poszczególnych instrumentów rynku kapitałowego rozłożyło się stosunkowo równomiernie pomiędzy inne cechy. Na zbliżonym poziomie traktowane są bariery wejścia/wyjścia z inwestycji, koszty dla inwestora, status podatkowy oraz przewidywalność stopy zwrotu. Marginalne znaczenie zostało nadane pozostałym cechom, jak podzielność, złożoność, minimalna wpłata początkowa, przewidywalność oraz możliwość wyboru strategii inwestycyjnej o różnym poziomie zysku.

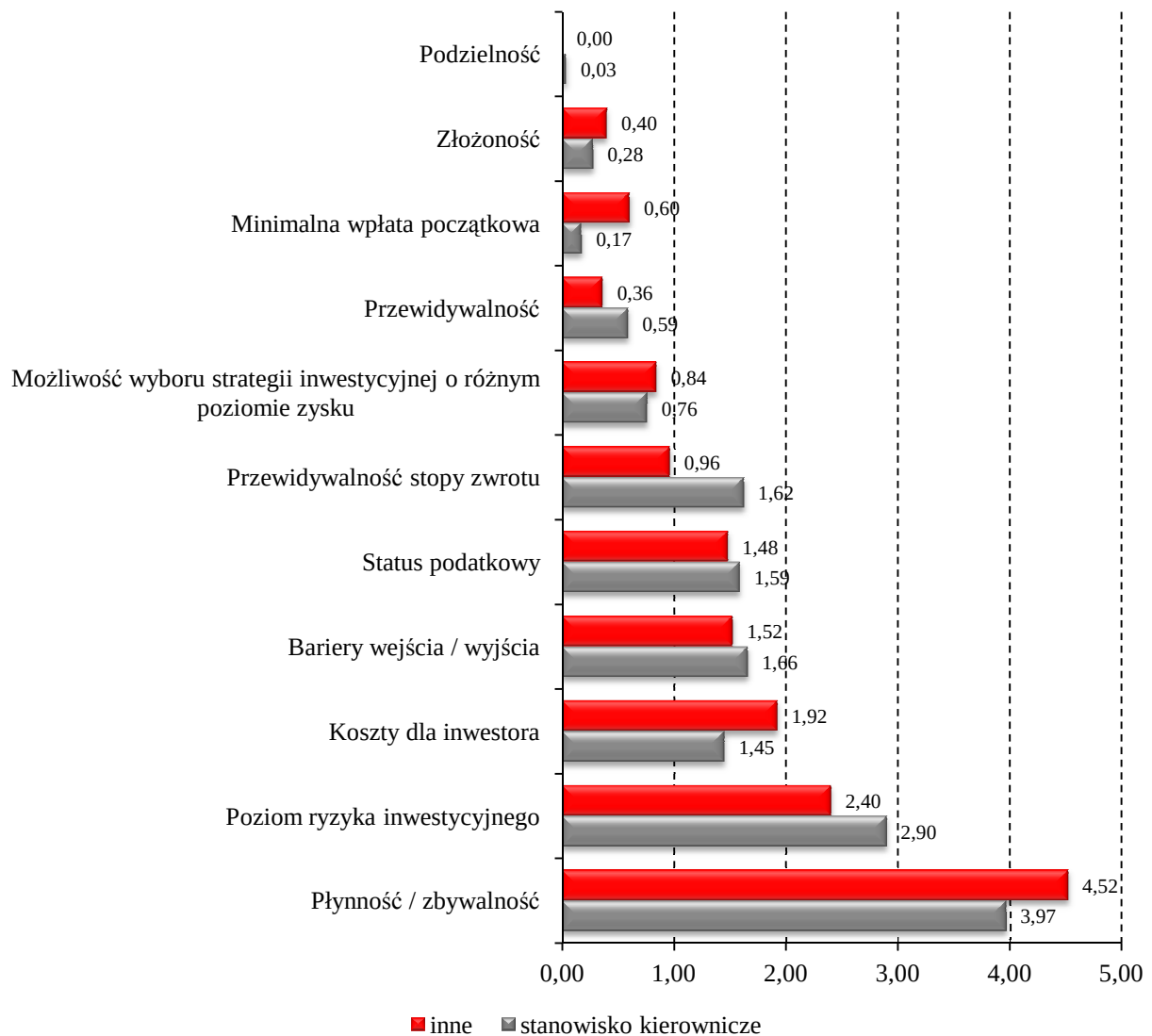
Niepodważalnie najważniejszą cechą dla każdej z grup respondentów jest płynność/zbywalność analizowanych instrumentów inwestycyjnych. Największa rozbieżność w tym zakresie można zaobserwować jedynie w przypadku podziału na grupę zajmującą stanowiska kierownicze (ocena 3,97) i inne (ocena 4,52).



Wykres 34. Cechy instrumentów rynku kapitałowego wg wieku

Źródło: Opracowanie własne

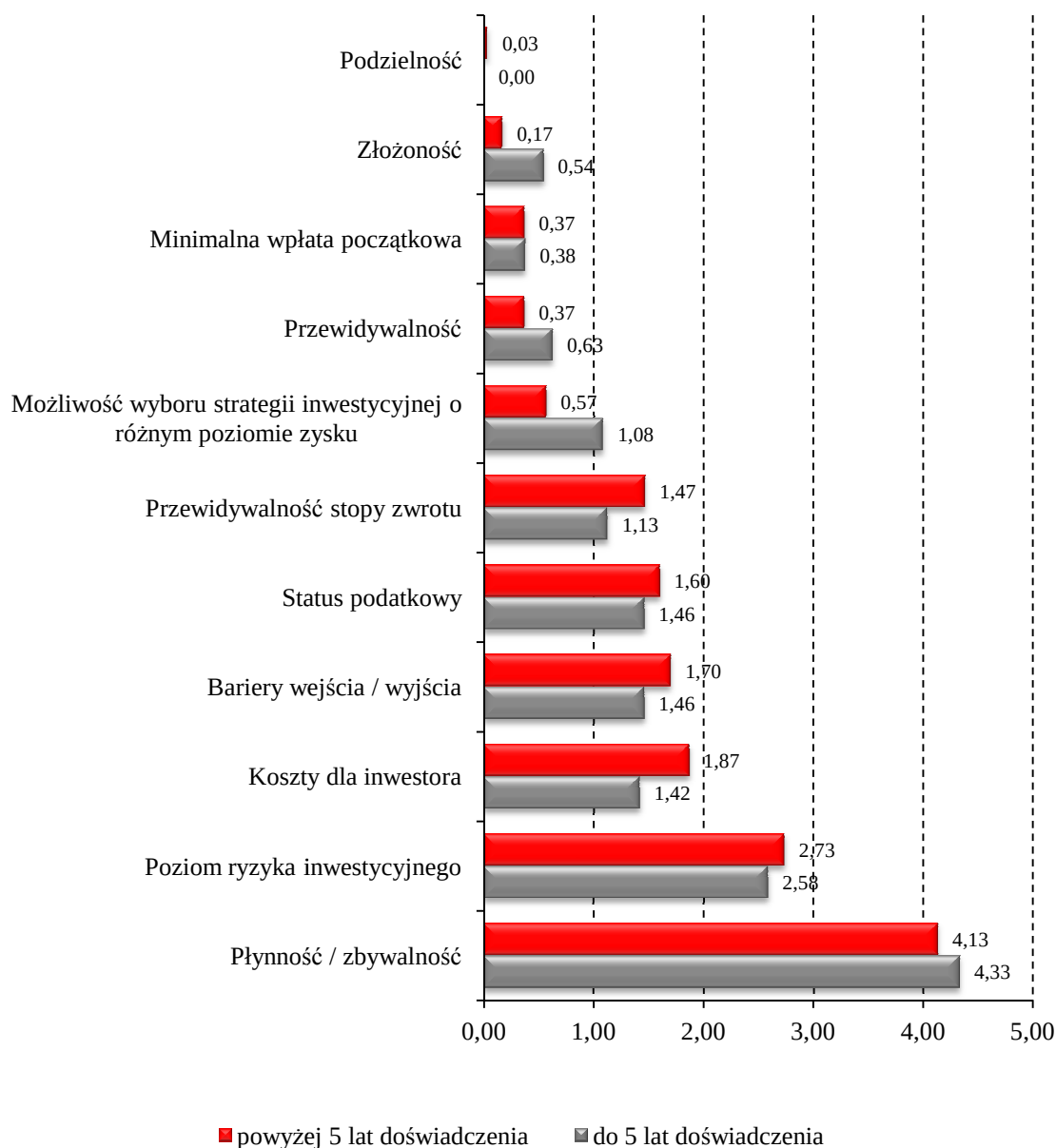
Struktura wiekowa respondentów pokazuje, że dla osób powyżej 35 roku życia o wiele bardziej istotne jest poziom ryzyka inwestycyjnego, status podatkowy oraz koszty, które musi ponieść inwestor w związku z udziałem w danym instrumencie. Z kolei mniejsze znaczenie ma m.in. możliwość wyboru strategii inwestycyjnej o różnym poziomie zysku. Zatem można wnioskować, że młodsze osoby są bardziej skłonne przyjmować wyższy poziom ryzyka inwestycyjnego aniżeli grupa powyżej 35 lat. Dla pierwszej grupy widocznie ważniejsza jest możliwość wpływu na strategię inwestycyjną. Może to wynikać z większych zasobów czasu, którym dysponują i chęcią kontrolowania zainwestowanego kapitału.



Wykres 35. Cechy instrumentów rynku kapitałowego wg zajmowanego stanowiska

Źródło: Opracowanie własne

Wśród osób zajmujących stanowiska kierownicze zdecydowanie mniejsze dysproporcje obserwować można w przypadku pierwszej i drugiej co do ważności cechy, a mianowicie płynności/zbywalności i poziomu ryzyka inwestycyjnego. Można zatem wyciągnąć wniosek, że tej grupie mniej zależy na możliwościach szybkiego odzyskiwania zainwestowanego kapitału, a bardziej na minimalizowaniu podejmowanego ryzyka inwestycyjnego.



Wykres 36. Cechy instrumentów rynku kapitałowego wg doświadczenia

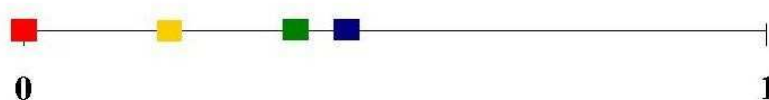
Źródło: Opracowanie własne

Analiza danych wg wyróżnionych grup respondentów nasuwa następujące wnioski:

- dla wszystkich badanych grup płynność/zbywalność jest najważniejszą cechą instrumentów rynku kapitałowego; jedynie dla grupy respondentów zajmujących kierownicze stanowisko cecha ta ma wyraźnie mniejsze znaczenie niż dla pozostałych.
- znaczenie pozostałych cech ocenione jest na stosunkowo zbliżonym do siebie poziomie wśród wszystkich analizowanych grup respondentów.

W celu dokonania oceny stosunku ważności wybranych cech instrumentów inwestycyjnych posłużono się skalą Thurstone'a. Respondenci dokonywali wyboru spośród wszystkich możliwych kombinacji czterech cech: ryzyka, stopy zwrotu, przedmiotu inwestycji oraz czasu inwestycji.

ryzyko	0,435
stopa zwrotu	0,365
przedmiot inwestycji	0,199
czas inwestycji	0,000



Wykres 37. Ważność poszczególnych cech inwestycji wg respondentów

Źródło: Opracowanie własne

Według stopnia ważności wynikającej ze skali Thurstone'a, dając badanym możliwość wyboru ze wszystkich kombinacji okazuje się, że najważniejsze w ocenie respondentów jest ryzyko inwestycyjne, a zaraz po tym stopa zwrotu. Najmniejsze znaczenie spośród czterech czynników ma przedmiot inwestycji i czas inwestycji. Zarówno zatem czas inwestycji i przedmiot inwestycji mają znaczenie drugorzędne.

Inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni, wybierając kierunki inwestowania, próbują łączyć najwyższy dochód z niskim poziomem ryzyka. Poszukują inwestycji zapewniających realizację strategii inwestycyjnej, tworząc portfel inwestycyjny. Portfel inwestycyjny to kombinacja różnych instrumentów inwestycyjnych. Do portfela można włączać wszelkie aktywa, jak dzieła sztuki i nieruchomości, akcje, obligacje, rachunki i lokaty bankowe, gotówkę. Portfel z definicji jest zatem zbiorem inwestycji. Portfel inwestycyjny może się składać z wielu instrumentów finansowych lub np. z samych nieruchomości obejmując różne ich rodzaje.

W zależności od tego jaki zakłada się skład portfela możemy wyróżnić strategie inwestycyjne:

- Strategia agresywna dla tych, którzy za główny cel mają jak największy możliwy dochód. Stosują ją inwestorzy gotowi ponieść duże ryzyko, ale za to mogą zarobić najwięcej. Zazwyczaj przeważają tutaj inwestycje w akcje.

- Strategia ostrożna, której najwyższym priorytetem jest bezpieczeństwo - najlepsza dla inwestorów, którzy nie tolerują ryzyka. Taki portfel składa się zazwyczaj w dużej ilości z obligacji i innych instrumentów o stałym dochodzie (jak lokata bankowa).

Najważniejszym z celów tworzenia portfeli inwestycyjnych jest dywersyfikacja, czyli zróżnicowanie portfela mające na celu obniżenie ryzyka przy założonej stopie zwrotu lub zwiększenie stopy zwrotu przy założonym poziomie ryzyka inwestycyjnego.

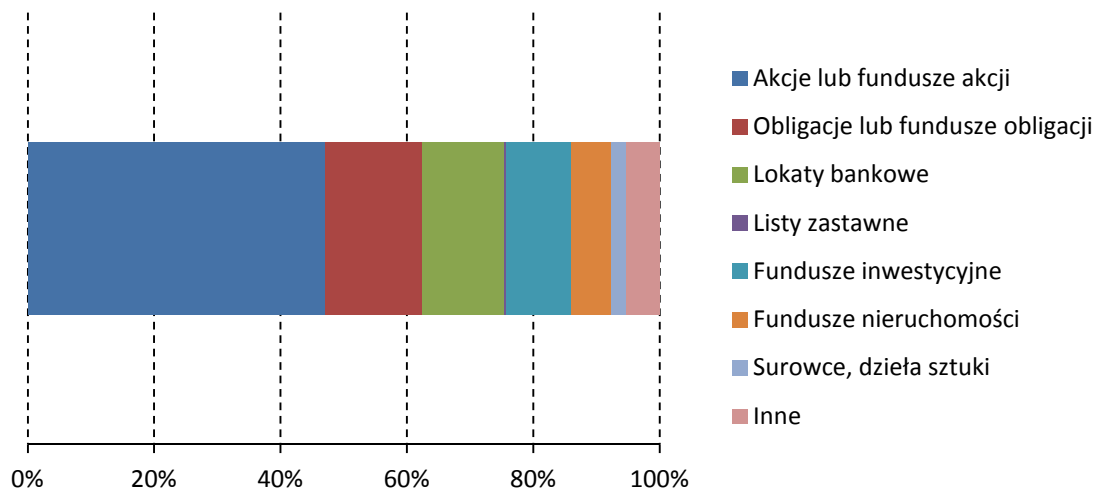
Oczywiście konstrukcja optymalnego portfela inwestycyjnego nie prowadzi do zupełnego wyeliminowania ryzyka. Całkowita eliminacja ryzyka jest w zasadzie niemożliwa, gdyż wymagałoby to sytuacji, w której papiery wartościowe byłyby doskonale ujemnie skorelowane. Dywersyfikacja zawsze będzie prowadzi do eliminacji ryzyka. Jednak nie ma możliwości wyeliminowania całego ryzyka poprzez dywersyfikację. Zmniejszeniu ulega tylko ryzyko specyficzne, związane z poszczególnymi jego składnikami. Nie można uniknąć ryzyka systematycznego, charakterystycznego dla rynku, z którego pochodzą składniki portfela. Próba redukcji tego typu ryzyka może nastąpić poprzez konstrukcje portfeli międzynarodowych lub konstrukcje portfeli składających się z aktywów nowych rynków inwestycyjnych, nieskorelowanych bądź nieznacznie skorelowanych między sobą. Dążenie do obniżenia ryzyka systematycznego zaowocowało włączeniem aktywów materialnych, w tym głównie nieruchomości.

Tabela 46. Udział instrumentów rynku kapitałowego w portfelu inwestycyjnym (%)

Akcje lub fundusze akcji	Obligacje lub fundusze obligacji	Lokaty bankowe	Listy zastawne	Fundusze inwestycyjne	Fundusze nieruchomości	Surowce, dzieła sztuki	Inne
46,48	15,09	12,83	0,31	10,07	6,22	2,31	5,28

Źródło: Opracowanie własne

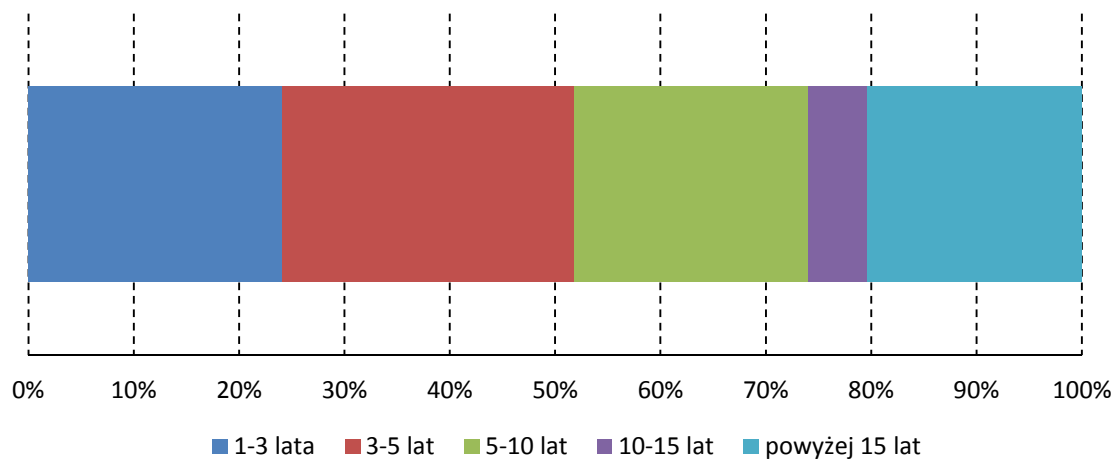
Analiza danych uzyskanych od respondentów pozwoliła na skonstruowanie najbardziej preferowanego portfela inwestycyjnego. Według badanych blisko połowę inwestycji w portfelu inwestycyjnym stanowią akcje lub fundusze akcji (46,48%). W dalszej kolejności inwestorzy preferują obligacje lub fundusze obligacji (15,09%), lokaty bankowe (12,83%) oraz fundusze inwestycyjne (10,07%). Fundusze nieruchomości stanowią jedynie ponad 6% ogółu aktywów w portfelu (6,22%).



Wykres 38. Udział instrumentów rynku kapitałowego w portfelu inwestycyjnym

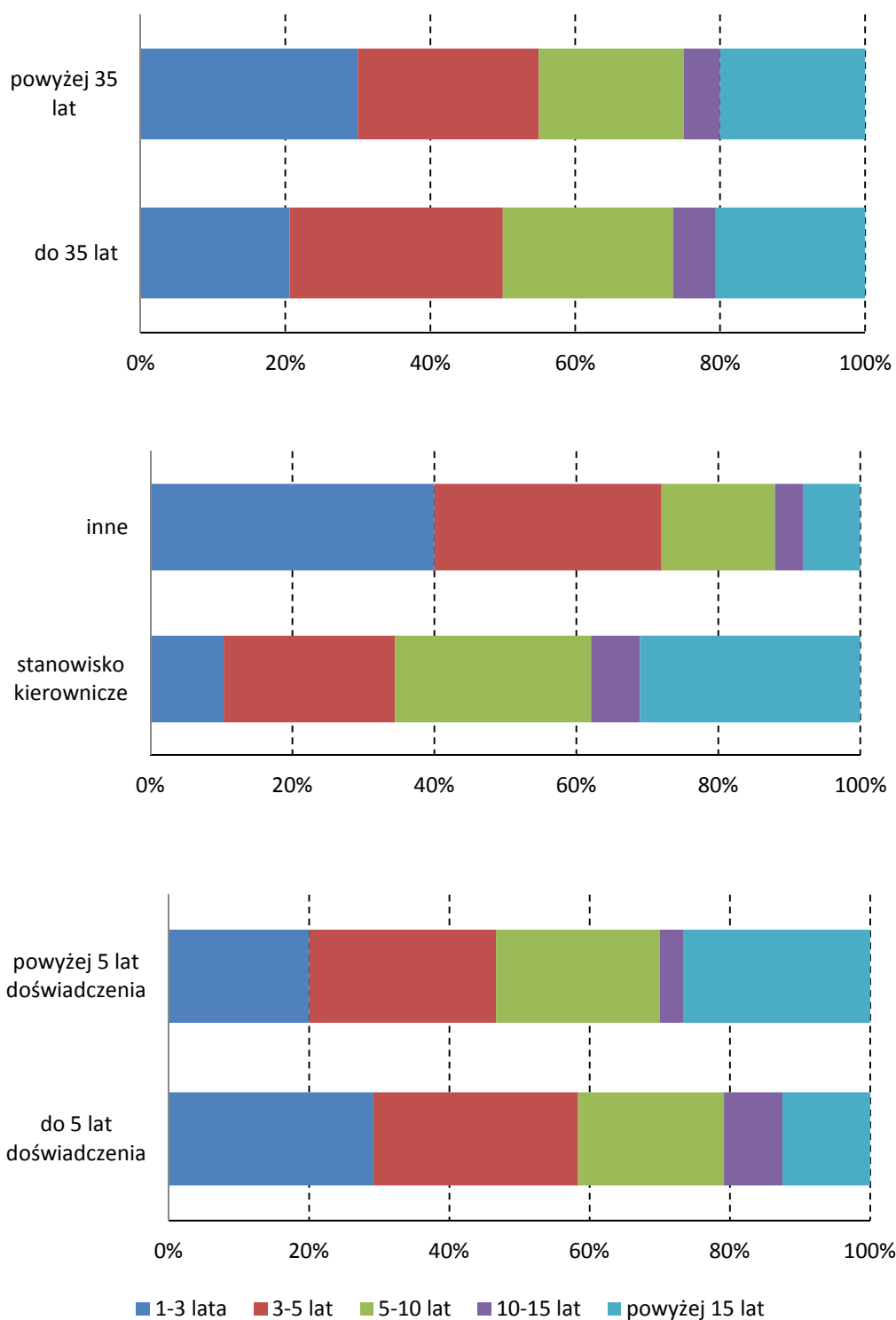
Źródło: Opracowanie własne

Obok najbardziej popularnych i znanych instrumentów rynku kapitałowego duży udział w portfelu inwestycyjnym zajmują inne instrumenty, wśród których najczęściej preferowane są kontrakty terminowe oraz opcje walutowe.



Wykres 39. Preferowany horyzont czasowy inwestycji

Źródło: Opracowanie własne



Wykres 40. Preferowany horyzont czasowy inwestycji wg wieku, zajmowanego stanowiska oraz doświadczenia na rynku kapitałowym

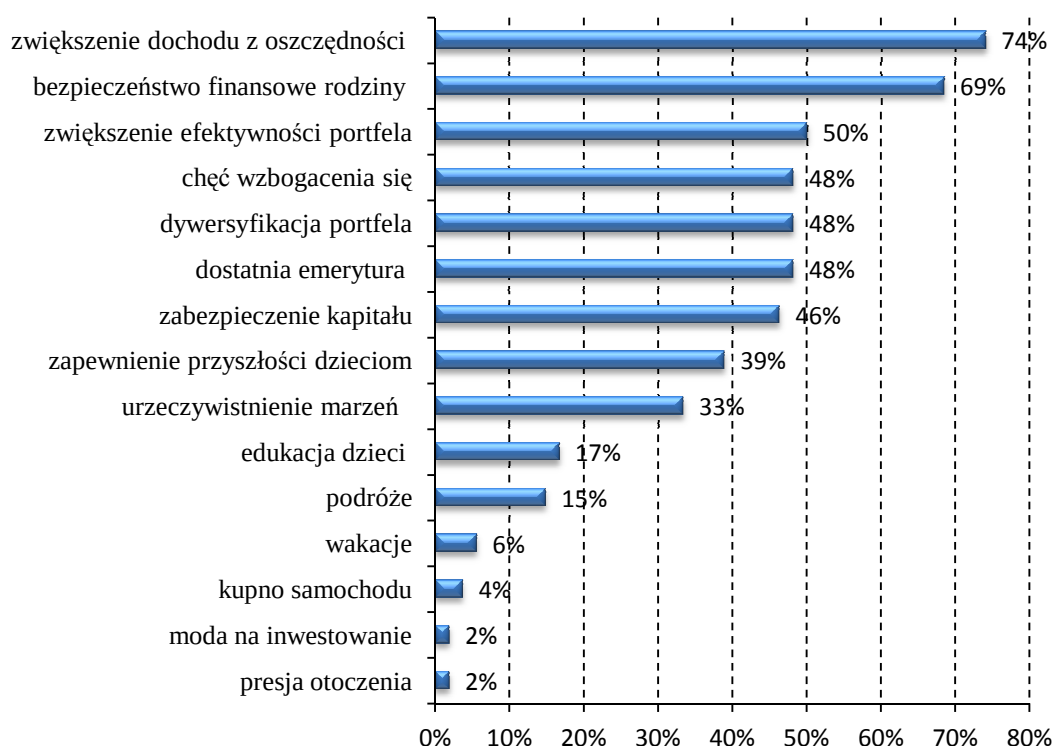
Źródło: Opracowanie własne

Analiza struktury respondentów wg wieku, zajmowanego stanowiska oraz doświadczenia zawodowego na rynku kapitałowym pozwala wysunąć następujące wnioski:

- respondenci znajdujący się na stanowiskach kierowniczych i posiadający powyżej 5 lat doświadczenia zawodowego preferują długookresowe formy inwestowania, jedynie odpowiednio 10% jednej grupy i 20% drugiej planuje inwestycje 1-3 letnie;
- instrumenty krótkoterminowe preferuje zdecydowanie grupa powyżej 35 lat i zajmująca stanowiska inne niż kierownicze.

Cele, dla których dokonuje się inwestycji są bardzo zróżnicowane. Potwierdzają to przeprowadzone badania ekspertów, a jednocześnie uczestników rynku kapitałowego. Osoby objęte badaniem musiały wskazać 5 z 15 celów inwestowania w wybrane instrumenty rynku kapitałowego. Wśród najczęściej wskazywanych celów inwestycji można wyróżnić dwie podstawowe grupy:

- cele społeczne i socjalne, związane z życiem rodzinnym;
- cele ekonomiczne, związane z chęcią pomnażania kapitału.



Wykres 41. Główne cele inwestowania w wybrane instrumenty rynku kapitałowego

Źródło: Opracowanie własne

Zdecydowana większość respondentów (74%) wskazała na zwiększenie dochodu z oszczędności jako podstawowy cel inwestowania na rynku kapitałowym. Połowa badanych zainteresowana jest zwiększeniem efektywności portfela inwestycyjnego (50%),

dywersyfikacją portfela inwestycyjnego (48%) oraz chęcią wzbogacenia się (48%). Blisko 70% badanych wybrało bezpieczeństwo finansowe rodziny (69%). Cele, które związane z przesłankami społecznymi to także zapewnienie sobie dostatniej emerytury (48%), zapewnienie przyszłości dzieciom (39%) oraz urzeczywistnienie marzeń (33%). Znaczenie celów opartych na potrzebie prestiżu (wakacje – 6%, kupno samochodu – 4%), mody (2%) czy też presji otoczenia (2%) jest marginalne i nie odgrywa tak istotnej roli.

Wyniki te są zbieżne z przeprowadzonym w 2010 r. badaniem Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA)²³². Jak wynika z badania, klienci TFI w większości mają świadomość wysokości ich przyszłego świadczenia emerytalnego, w związku z czym przezornie odkładają dodatkowe środki na zabezpieczenie przyszłości. Jest to główny cel oszczędzania w TFI podawany przez respondentów. W związku z tym to właśnie fundusze inwestycyjne są najbardziej popularną formą oszczędzania emerytalnego dla zbadanych klientów TFI.

Wśród tych, którzy z myślą o przyszłości gromadzą środki na okres emerytury, najbardziej popularne i wybierane przez prawie ¼ są fundusze inwestycyjne, czyli produkty, które w długim okresie, jakim jest oszczędzanie emerytalne, mogą przynosić najwyższe stopy zwrotu. Na drugim miejscu znalazły się lokaty bankowe, na trzecim polisy ubezpieczeniowe.

Ciekawe jest to, że jako najlepszy sposób do dodatkowego oszczędzania na emeryturę klienci TFI najczęściej wskazywali inwestycje w nieruchomości, działki, grunty rolne. W drugiej kolejności doceniona została atrakcyjność funduszy inwestycyjnych – co piąty badany ocenił ten instrument najwyżej. Na trzecim miejscu, przed Indywidualnymi Kontami Emerytalnymi, uplasowały się lokaty bankowe, mimo iż nie są to efektywne sposoby oszczędzania w długim terminie. Tak wysoka ocena nieruchomości może być sygnałem, informującym, że istnieje realna potrzeba utworzenia w ramach rynku funduszy inwestycyjnych rozwiniętego sektora funduszy nieruchomości.

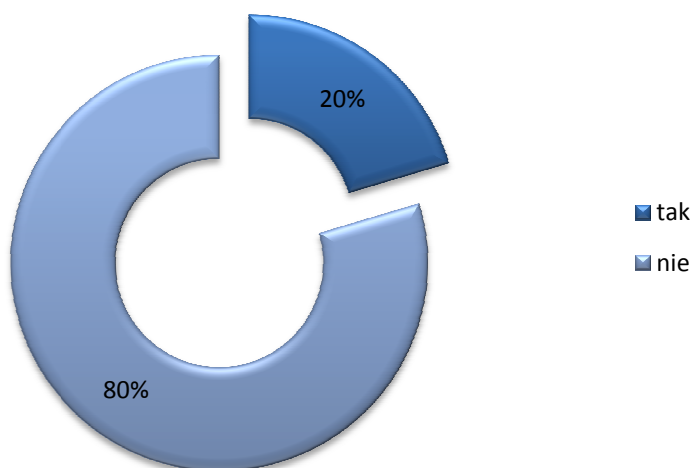
5.3. Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce w opinii ekspertów rynku kapitałowego

Fundusze inwestycyjne w Polsce funkcjonują dopiero od kilkunastu lat, ale już stały się jednym z najszybciej rozwijających się sektorów rynku kapitałowego. O systematycznym dojrzewaniu rynku funduszy świadczą przede wszystkim zmiany jego

²³² „Jak klienci TFI oszczędzają na emeryturę”, IZFiA, Warszawa, listopad 2010.

wewnętrznej struktury, która coraz bardziej zbliża się do modelu krajów Europy Zachodnie czy USA. Malejące znaczenie funduszy mieszanych (funduszy zrównoważonych, funduszy stabilnego wzrostu), rosnące zainteresowania funduszami agresywnymi (fundusze akcji) oraz coraz większy udział w rynku pozostałych funduszy, jak fundusze ochrony kapitału, aktywów niepublicznych, absolutnej stopy zwrotu, surowcowe czy też fundusze nieruchomości. Udział tej grupy wzrósł blisko dwukrotnie z 9,5% na koniec 2007 r. do 18,8% na koniec 2010 r. Niestety w tej grupie fundusze nieruchomości odznaczają się bardzo niewielką dynamiką. Ograniczone zainteresowania tym właśnie rodzajem funduszy inwestycyjnych poparte jest wynikami przeprowadzonych badań eksperckich.

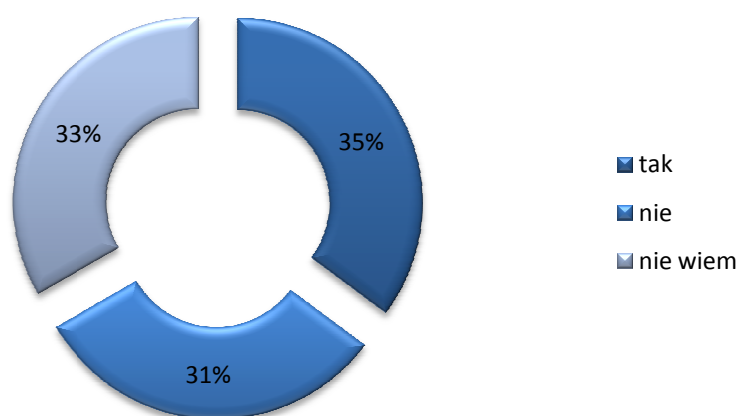
Na pytanie zadane ekspertom, czy inwestowali na polskim rynku funduszy nieruchomości, zdecydowana większość bo aż blisko 80% odpowiedziała przecząco.



Wykres 42. Odsetek osób inwestujących w fundusze nieruchomości działające na polskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne

Plany inwestycyjne respondentów są stosunkowo bardziej optymistyczne. Ponad 1/3 badanych (35,19%) planuje włączenie funduszy nieruchomości do swoich portfeli inwestycyjnych, niespełna 1/3 nie ma takich planów (31,48%) a reszta badanych nie wie czy skorzysta z oferty funduszy nieruchomości czy też nie.



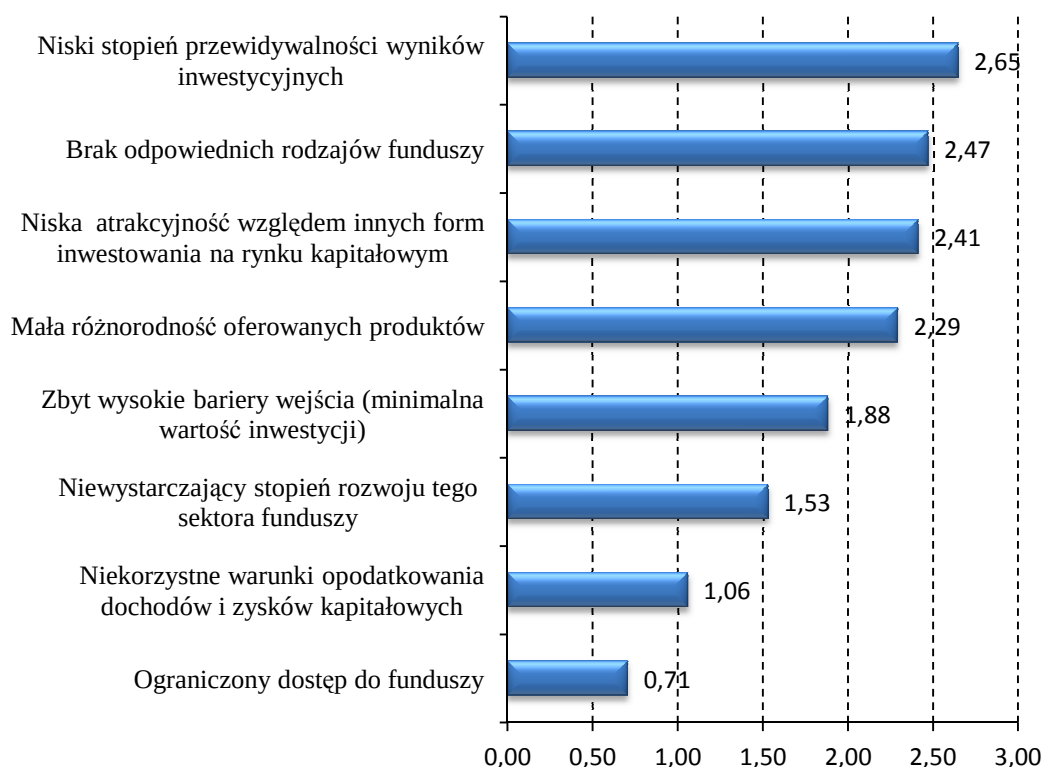
Wykres 43. Odsetek osób planujących zainwestować w przyszłości kapitał w fundusze nieruchomości

Źródło: opracowanie własne

Zainteresowanie rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce jest od początku działalności stosunkowo niewielkie i charakteryzujące się również małą dynamiką. Nasuwa się zatem zasadnicze pytanie, dlaczego mamy do czynienia z takim stanem rzeczy i dlaczego tak niewielki odsetek potencjalnych inwestorów korzystał z tej formy alokacji kapitału.

W przeprowadzonym badaniu respondenci mieli za zadanie uszeregować według ważności pięć czynników, decydujących, w ich opinii, o braku zainteresowania ofertą funduszy nieruchomości w Polsce.

Na pierwszym miejscu osoby badane wskazały niski stopień przewidywalności wyników inwestycyjnych. Uzasadnień takiej argumentacji należy szukać przede wszystkim w braku długookresowej historii notowań wyników osiąganych dotychczas przez ten rodzaj instrumentów rynku kapitałowego. Jest to spowodowane faktem, że fundusze nieruchomości w Polsce funkcjonują od zaledwie kilkunastu lat, a dodatkowo do niedawna ze względu na ograniczenia inwestycyjne zarezerwowane były jedynie dla instytucjonalnych inwestorów. Ponadto jest to związane ze stosunkowo wysokim poziomem ryzyka, jaki wiąże się z inwestowaniem w zamknięte fundusze nieruchomości. Ryzyko to jest efektem długiego okresu budowania portfela inwestycyjnego, podczas którego potencjalne zyski z zainwestowanego kapitału są zdecydowanie mniejsze niż zakładano. Dodatkowo fakt inwestowania na rynku nieruchomości, który w Polsce ciągle jest w fazie dojrzewania i podobnie jak historia notowań funduszy, historia rynku nieruchomości w Polsce również jest krótka, daje poczucie niepewności.



Wykres 44. Powody braku zainteresowania inwestorów rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce

Źródło: Opracowanie własne

Drugą wskazaną przez badanych przyczyną braku zainteresowania funduszami nieruchomości jest brak odpowiednich rodzajów funduszy. Jak zostało szczegółowo przedstawione w rozdziale drugim niniejszej rozprawy, polskie ustawodawstwo umożliwia tworzenie jedynie specjalistycznych funduszy zamkniętych. Ze względu na stosunkowo wysokie bariery wejścia/wyjścia oraz ograniczony obrót jednostkami uczestnictwa w funduszach zamkniętych, nie są one przeznaczone dla szerokiego grona inwestorów indywidualnych. Już te dwa pierwsze wskazane przez ekspertów czynniki powodują, że atrakcyjność inwestycyjna w stosunku do innych alternatywnych form inwestowania na polskim rynku jest stosunkowo niewielka, co potwierdza trzecie miejsce w ocenach respondentów czyli niska atrakcyjność względem innych form inwestowania na rynku kapitałowym.

Biorąc pod uwagę fakt, że w Polsce dużą grupę inwestorów stanowią inwestorzy indywidualni, dysponujący ograniczonymi zasobami wolnego kapitału, poszukujący bezpiecznych, płynnych i jednocześnie przynoszących stabilne dochody inwestycji, istniejące zamknięte fundusze nieruchomości nie spełniają tych wymagań. Biorąc pod uwagę

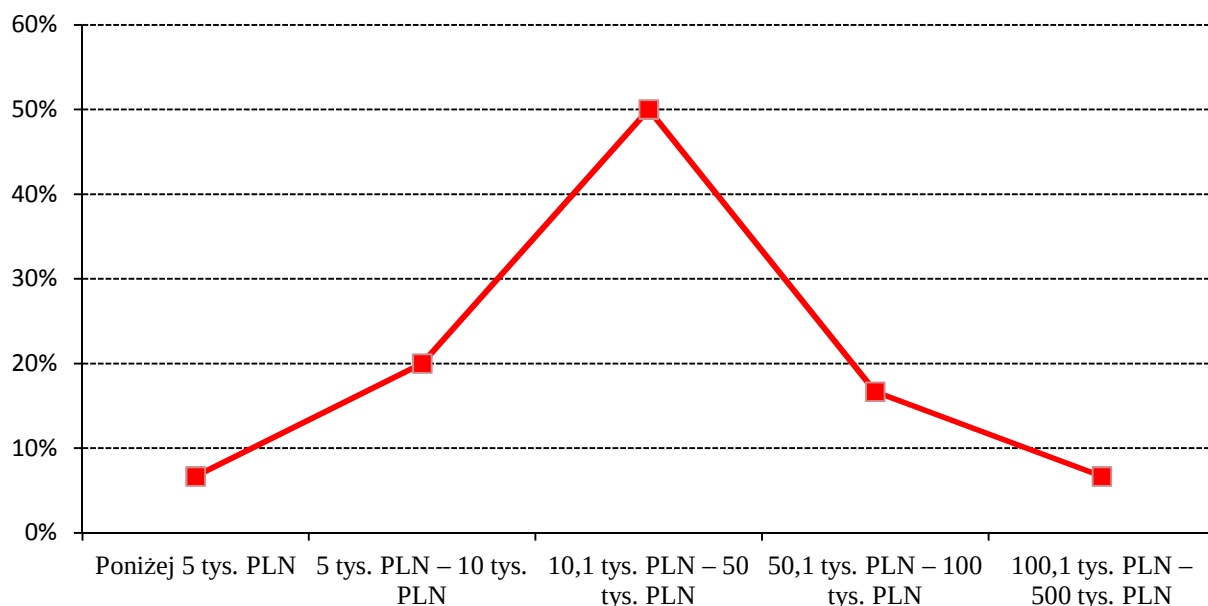
uszeregowane według ważności odpowiedzi, wśród powodów braku zainteresowania funduszami nieruchomości wymienić należy:

- zbyt wysokie bariery wejścia – minimalna wartość inwestycji (1,88),
- niewystarczający stopień rozwoju tego sektora funduszy (1,53),
- niekorzystne warunki opodatkowania dochodów i zysków kapitałowych (1,06),
- ograniczony dostęp do funduszy (0,71).

Obok powyżej wskazanych czynników pojawił się też inny, ciekawy aspekt. Dla niektórych respondentów wśród czynników, które ograniczają rozwój sektora funduszy nieruchomości w Polsce istotna jest grupa czynników, którą można określić ogólnie jako zachęty inwestycyjne. Nie istnieją bowiem żadne zachęty podatkowe, jak np. ulgi w opodatkowaniu zysków kapitałowych, które mogłyby wpłynąć pozytywnie na rozwój rynku. Potwierdzają to wcześniejsze wyniki dotyczące istotnych z punktu widzenia inwestora cech instrumentów rynku kapitałowego, wśród których wysoko uplasował się status podatkowy. Jest to ważny aspekt szczególnie z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, oczekujących maksymalnych korzyści z każdej zainwestowanej złotówki, również korzyści podatkowych.

Wśród powodów wymieniany jest także ograniczony dostęp do funduszy. Wynika to najprawdopodobniej z kilku czynników, będących skutkiem przede wszystkim zamkniętego charakteru funduszy nieruchomości w Polsce. Po pierwsze, niewielka oferta inwestycyjna zaledwie kilku do kilkunastu różnych zamkniętych funduszy nieruchomości. Po drugie, właśnie zamknięta struktura istniejących funduszy powoduje, że zakup certyfikatów inwestycyjnych jest utrudniony, co za tym idzie dostępność jest zdecydowanie ograniczona.

Oferta zamkniętych funduszy nieruchomości w głównej mierze nie jest przeznaczona dla drobnych inwestorów indywidualnych. Dowodem potwierdzającym słuszność tego przypuszczenia jest ilustracja struktury planowanych inwestycji w fundusze nieruchomości działające na polskim rynku kapitałowym wg wartości, zgodnie z którą z blisko 35% badanych, planujących zainwestować wolny kapitał w istniejące na polskim rynku fundusze nieruchomości, dokładnie połowa zadeklarowała kwotę 10-50 tys. złotych.



Wykres 45. Struktura planowanych inwestycji w fundusze nieruchomości działające na polskim rynku kapitałowym wg wartości

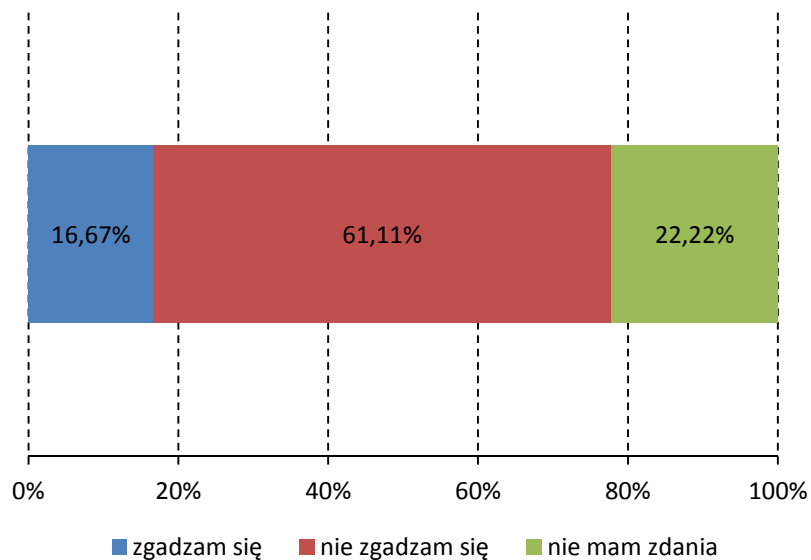
Źródło: Opracowanie własne

1/5 zamierza poświęcić od 5 do 10 tys. zł, a 17% respondentów od 50 do 100 tys. zł. Jedynie 7% planuje inwestycje rzędu powyżej 100 tys. zł.

W celu zbadania opinii dotyczącej atrakcyjności funduszy nieruchomości oraz oceny dynamiki rozwoju tego sektora rynku kapitałowego, eksperci, którzy wzięli udział w badaniu ustosunkowali się do dwóch stwierdzeń:

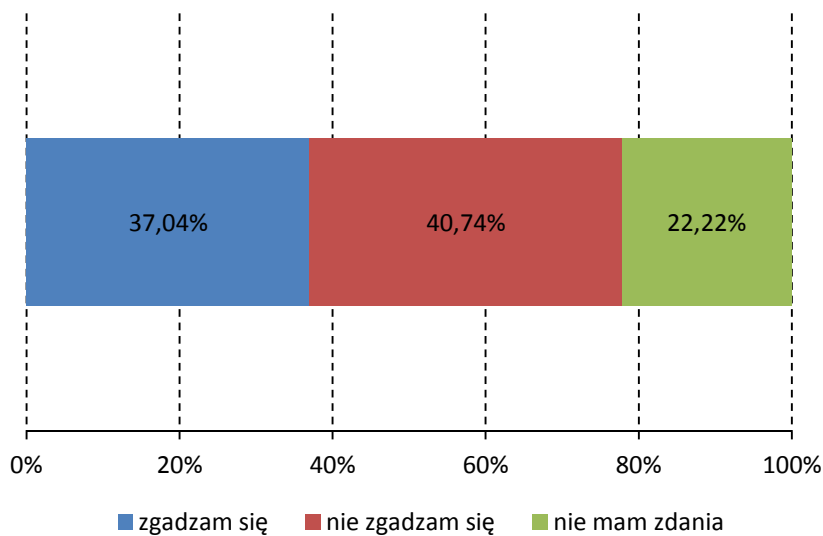
- Atrakcyjność inwestowania w fundusze nieruchomości w Polsce wobec tradycyjnych sposobów inwestowania jest bardzo wysoka.
- Rynek funduszy nieruchomości w Polsce w ciągu ostatnich 5 lat był bardzo dynamiczny.

Ponad 60% badanych stwierdziło, że nie zgadza się ze stwierdzeniem pierwszym dotyczącym atrakcyjności funduszy nieruchomości w Polsce (61,11%). Potwierdza to poprzednie analizy poświęcone powodom, przez które nie ma zainteresowania rynkiem funduszy nieruchomości. Ten instrument inwestycyjny postrzegany jest w opinii badanych jako instrument o marginalnym znaczeniu z punktu widzenia przeciętnego inwestora. Jedynie niecałe 17% badanych zgodziło się z tym stwierdzeniem.



Wykres 46. Atrakcyjność inwestowania w fundusze nieruchomości w Polsce wobec tradycyjnych sposobów inwestowania jest bardzo wysoka

Źródło: Opracowanie własne

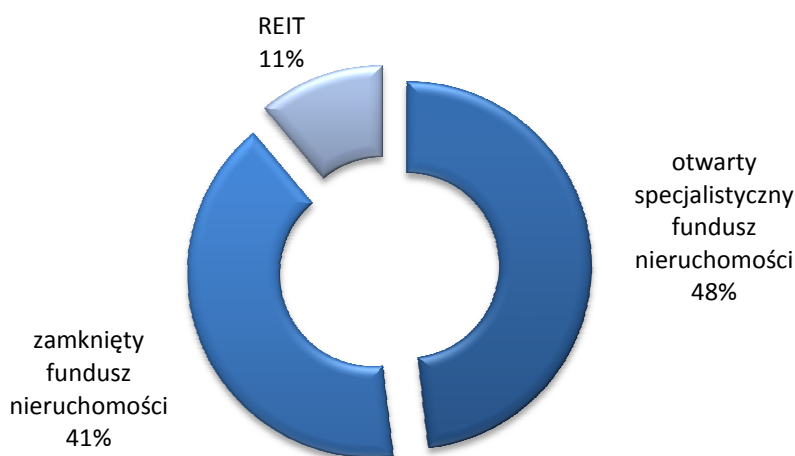


Wykres 47. Rynek funduszy nieruchomości w Polsce w ciągu ostatnich 5 lat był bardzo dynamiczny

Źródło: Opracowanie własne

W przypadku drugiego stwierdzenia dotyczącego dużej dynamiki rynku funduszy nieruchomości nie zgadza się z nim już jedynie niewiele ponad 40% respondentów (40,74%), a tylko około 3% mniej jest odmiennego zdania.

Według kryterium konstrukcji funduszy, jakie mogą być w oparciu o obowiązujące prawo tworzone w Polsce, najbardziej popularne są fundusze otwarte oraz specjalistyczne otwarte. Skierowane są one bowiem do możliwie szerokiego grona inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, ze względu na takie cechy jak przede wszystkim płynność. Podlegając codziennej wycenie, jednostki uczestnictwa w funduszach otwartych są zbywane i odkupowane na każde żądanie inwestorów. Fundusze zamknięte natomiast emitują certyfikaty inwestycyjne przeznaczone dla bardzo ograniczonej grupy potencjalnych inwestorów. Liczba certyfikatów jest na ogół stała ponieważ rzadko zdarzając się dodatkowe emisje, a wycena i wykup odbywa się w określonych terminach, zgodnie z postanowieniami statutu funduszu. Zatem płynność funduszy zamkniętych jest znacznie ograniczona w stosunku do otwartych. Certyfikaty inwestycyjne mogą podlegać obrotowi jedynie na rynku wtórnym. Zgodnie z obowiązującym ustawodawstwem fundusze nieruchomości inwestujące bezpośrednio w Polsce mogą być tworzone jedynie w formie funduszy zamkniętych. Konstrukcje poszczególnych rodzajów funduszy nieruchomości szczegółowo zostały omówione w rozdziale drugim niniejszej rozprawy.



Wykres 48. Szanse rozwoju poszczególnych rodzajów funduszy nieruchomości w Polsce

Źródło: opracowanie własne

W opinii blisko połowy ekspertów biorących udział w badaniu największe szanse rozwoju ze wszystkich rodzajów funduszy nieruchomości na polskim rynku kapitałowym mogłyby mieć właśnie fundusze otwarte (48%). Prawdopodobnym powodem takiej oceny było przekonanie, że inwestorzy obecni na polskim rynku kapitałowym to w zdecydowanej większości drobni inwestorzy indywidualni, dla których zarówno bariery wejścia/wyjścia z inwestycji, minimalna kwota inwestycji oraz płynność stanowią podstawę podejmowania

decyzji inwestycyjnych. Takie właśnie wymogi w największym stopniu w opinii większości spełniają specjalistyczne fundusze typu otwartego. W świetle tych wyników zasadne wydaje się zatem zmiana ustawodawstwa i umożliwienie tworzenia innych konstrukcji funduszy bezpośrednio inwestujących w nieruchomości.

Wysoko oceniane są także fundusze zamknięte. Wśród respondentów 41% wskazało na ten typ funduszu, jako mający największe szanse rozwoju. Oczywiście trzeba wziąć pod uwagę fakt, że do tej pory jedynie ten rodzaj funduszy był obecny na rynku więc trudno dokonać porównania efektów działalności każdego z funduszy. Istotnym aspektem jest także brak jakichkolwiek prac zmierzających do znowelizowania przepisów dot. funduszy inwestycyjnych, a co za tym idzie stworzenia warunków do powstawania, konkurencyjnych w stosunku do funduszy zamkniętych, nie obecnych jak dotąd na polskim rynku nowych struktur. Zatem brak perspektyw zmian mógł spowodować taki rozkład odpowiedzi respondentów.

Ocena stosunkowo niewielkich szans rozwoju funduszy typu Real Estate Investment Trust (11% respondentów) może być spowodowana zachowawczym usposobieniem polskich inwestorów, brakiem znajomości istniejących na zachodnich rynkach kapitałowych i rynkach nieruchomości instrumentów oraz wynikającymi z tego obaw przed nowymi formami inwestowania. Ponadto biorąc pod uwagę istniejące ustawodawstwo i przepisy podatkowe, bez istotnych zmian w tym zakresie nie ma możliwości tworzenia struktur REITs, które byłyby konkurencyjne w stosunku do tego typu funduszy działających w krajach UE.

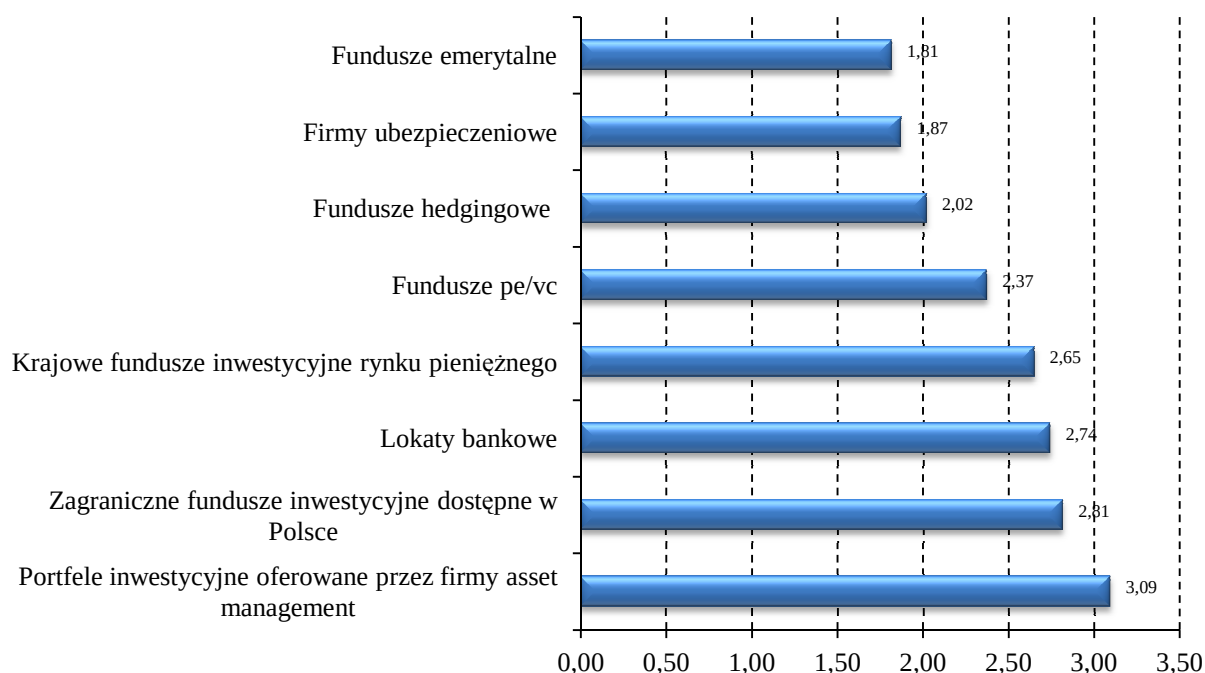
Tymczasem fundusze typu REITs w sposób bardzo konkurencyjny szczególnie w odniesieniu do zamkniętych funduszy nieruchomościowych, mogłyby ułatwić zarówno inwestorom indywidualnym, jak i instytucjonalnym w szczególności funduszom emerytalnym dostęp do rynku nieruchomości komercyjnych. Spełniając jedno z podstawowych wymagań drobnych inwestorów, jakimi są niskie koszty transakcyjne, niskie progi oraz łatwości wejścia i wyjścia z inwestycji w dowolnym momencie. Dzięki tej strukturze polski rynek funduszy nieruchomości miałby szansę dynamicznego wzrostu.

Fundusze inwestycyjne nieruchomości są formą inwestycji oferowaną przede wszystkim przez rynek kapitałowy, a dopiero pośrednio przez rynek nieruchomości. Analizując zatem alternatywne w stosunku do funduszy nieruchomości formy inwestowania zostały wzięte pod uwagę obecne na polskim rynku instrumenty rynku kapitałowego. Trzeba pamiętać, że potencjalny inwestor będzie się kierował przede wszystkim nie przedmiotem inwestycji, a cechami ją charakteryzującymi, jak bezpieczeństwo, bariery wejści/wyjścia, opłacalność i płynność.

Usługi związane z zarządzaniem kapitałem na zlecenie oferowane przez firmy Asset Management (AM) stanowią produkt przeznaczony w zdecydowanej większości dla najzamożniejszych inwestorów. W ocenie respondentów ta forma inwestowania w ramach rynku kapitałowego stanowi najsilniejszą konkurencję w stosunku do funkcjonujących zamkniętych funduszy nieruchomości. Taki wybór jest zapewne konsekwencją postrzegania funduszy nieruchomości jako instrumentu zarezerwowanego dla zamożniejszej części inwestorów. Portfele tworzone przez firmy Asset Management skierowane są przede wszystkim dla inwestorów, dla których bariery wejścia nie stanowią kryterium decydującego przy wyborze formy lokowania kapitału. Ponadto czynnikiem, który powoduje, że te dwie formy zostały ocenione najwyżej w sensie siły wzajemnej konkurencyjności, może być również sposób wykorzystania kapitału inwestora. W obu przypadkach inwestor przekazuje swój kapitał wyspecjalizowanej firmie (AM lub TFI), która następnie go reinwestuje. Uczestnik funduszu inwestuje w jeden zbiorczy portfel, natomiast każdy klient Asset Management ma swój odrębny rachunek, a na nim własne papiery wartościowe. Zarządzający dokonują więc transakcji każdym portfelem osobno, natomiast zarządzający aktywami funduszu prowadzą tylko jeden portfel – składający się z wielu jednostek uczestnictwa. Ten sposób postrzegania funduszy nieruchomości, jako charakteryzujących się wysokimi barierami wejścia i zarezerwowanych dla zamożnych klientów ma zapewne negatywny wpływ na rozwój sektora. Nie ma bowiem możliwości wykorzystania prawie że nieograniczonych zasobów kapitału pochodzącego od mniejszych inwestorów indywidualnych.

Na drugim miejscu pod względem konkurencyjności w stosunku do funduszy nieruchomości znalazły się zagraniczne fundusze inwestycyjne dostępne w Polsce. Niewątpliwie minusem funduszy zagranicznych są wyższe koszty obsługi, m.in. wyższe prowizje niż w przypadku funduszy polskich. Dodatkowo w przypadku funduszy zagranicznych w grę wchodzi także aspekt ryzyka kursowego, a dotychczasowe wyniki działalności są często znacznie gorsze od polskich. Jednak mimo wszystko respondenci wysoko ocenili poziom konkurencyjności. Prawdopodobnie została wzięta pod uwagę oferta funduszy międzynarodowych typu Franklin Templeton, które również dysponują funduszami nieruchomości, ale o zdecydowanie bardziej rozbudowanych portfelach nieruchomości, zdywersyfikowanych także pod względem geograficznym i dłuższej historii działalności. Te aspekty mogą stanowić ważny argument za odrzuceniem oferty funduszy polskich. Z drugiej jednak strony, potencjalny indywidualny inwestor, który chciałby zainwestować w fundusze

nieruchomości można przypuszczać, że nie jest skłonny podejmować dodatkowego ryzyka inwestycyjnego związanego z funduszami zagranicznymi.



Wykres 49. Ocena stopnia konkurencyjności istniejących form inwestowania na rynku kapitałowym w stosunku do działających na polskim rynku funduszy nieruchomości

Źródło: opracowanie własne

Trzecią pod względem konkurencyjności formą inwestowania, która może przyciągnąć potencjalnych inwestorów funduszy nieruchomości są lokaty bankowe. Na podstawie prezentowanych wcześniej informacji, wyróżnić można czynniki decydujące o wyborze sposobu alokacji wolnych zasobów kapitału. Jednym z głównych czynników jest bezpieczeństwo inwestycji. Lokaty bankowe charakteryzują się możliwie najwyższym poziomem bezpieczeństwa, którego nie zaoferuje inwestycje w funkcjonujące zamknięte fundusze nieruchomości. Są zatem alternatywą dla inwestorów, dla których bezpieczeństwo stanowi najważniejszy aspekt przy wyborze formy inwestycji.

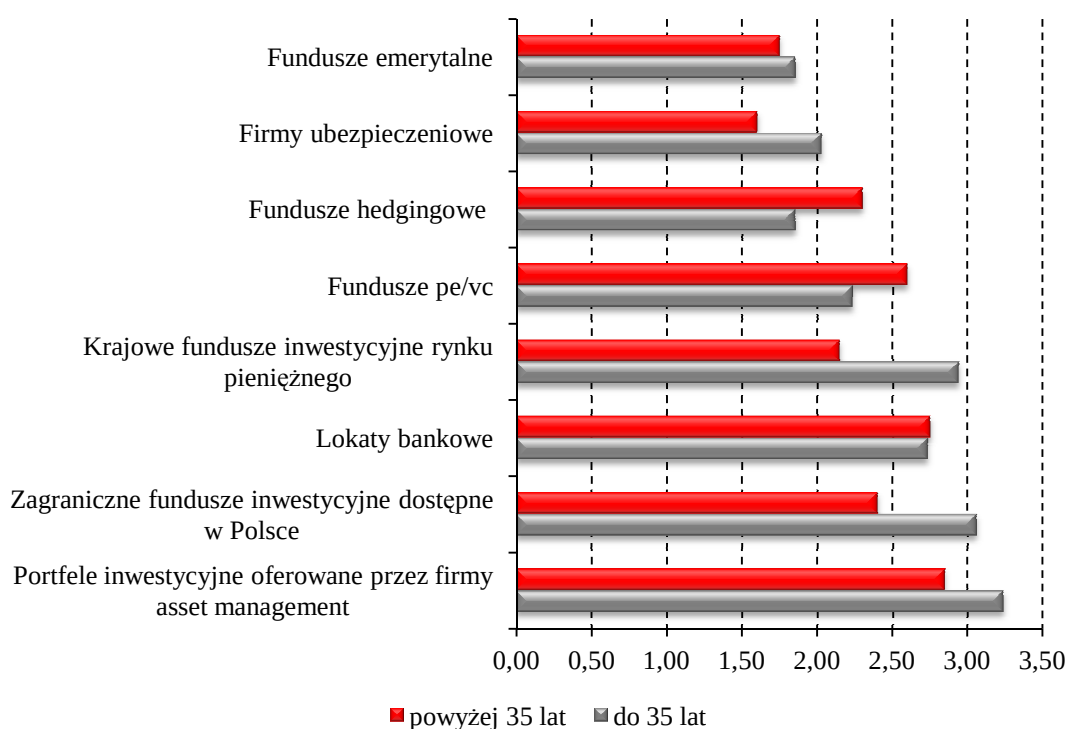
Z punktu widzenia badanej grupy ekspertów wysoko oceniane są także polskie fundusze rynku pieniężnego. Dla przeważającej większości istotna jest różnorodność oferowanych produktów i możliwość wyboru, która w przypadku funduszy rynku pieniężnego jest bardzo duża. Zamknięte fundusze nieruchomości natomiast stanowią w jednym momencie co najwyżej grupę kilkunastu ofert inwestycyjnych, znacznie ograniczającą te możliwości. Często też wyniki inwestycyjne funduszy rynku pieniężnego są wyższe, a na pewno historia notowań jest dłuższa. Zatem dla inwestora poszukującego

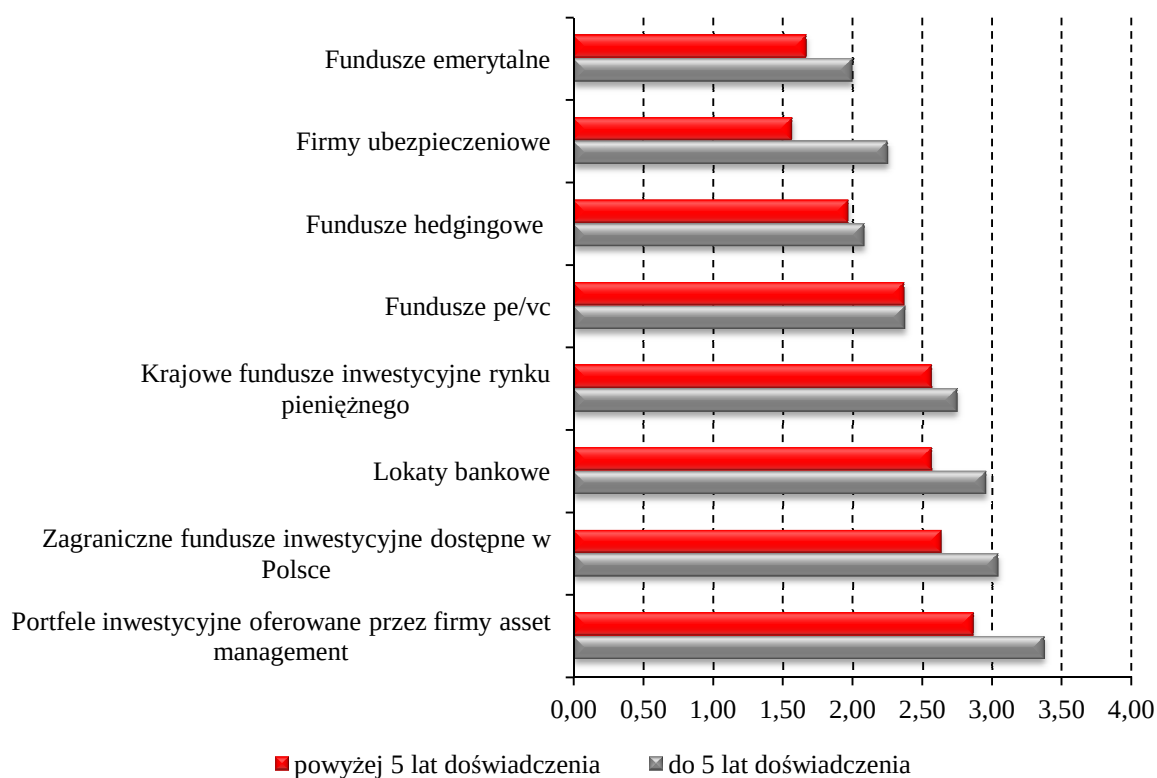
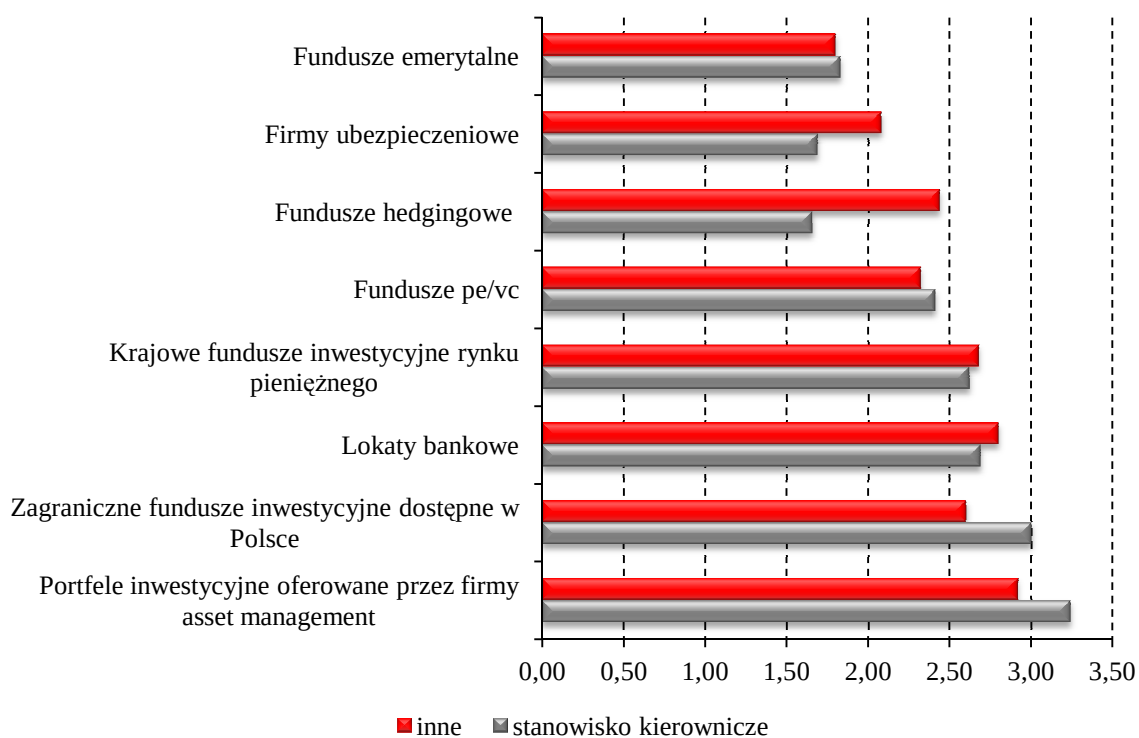
bardziej transparentnej i zróżnicowanej formy inwestowania fundusze rynku pieniężnego będą bardziej konkurencyjne niż obecne na polskim rynku zamknięte fundusze nieruchomości.

Obok wskazanych form inwestowania na polskim rynku kapitałowym, zdecydowanie mniejszy poziom konkurencyjności został oceniony w przypadku:

- funduszy pe/vc (ocena 2,37 punktu)
- funduszy hedgingowych (2,02),
- firm ubezpieczeniowych (1,87),
- funduszy emerytalnych (1,81).

Zarówno fundusze pe/vc jak i fundusze hedgingowe są instrumentami przeznaczonymi do finansowania przede wszystkim rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia kapitału obrotowego przedsiębiorstw oraz fuzji i przejęć. Z kolei zarówno firmy ubezpieczeniowe jak i fundusze emerytalne są raczej w pozycji inwestora na rynku kapitałowym, a w tym także na rynku nieruchomości i same stanowią jedną z kluczowych grup udziałowców w funduszach typu REIT w krajach rozwiniętych.





Wykres 50. Ocena stopnia konkurencyjności istniejących form inwestowania na rynku kapitałowym w stosunku do działających na polskim rynku funduszy nieruchomości z podziałem na grupy respondentów

Źródło: opracowanie własne

Analizując opinie respondentów z podziałem na poszczególne grupy w zależności od wieku, doświadczenia zawodowego i stanowiska, można wyciągnąć kilka podstawowych wniosków.

- respondenci posiadający mniejsze doświadczenie zawodowe i mający poniżej 35 lat postrzegają portfele oferowane przez asset management oraz ofertę zagranicznych funduszy inwestycyjnych jako bardziej konkurencyjną, aniżeli respondenci z pozostałych grup,
- dysproporcje pomiędzy ocenami poszczególnych grup są bardzo niewielkie.

Respondenci zostali zapytani o dwie grupy czynników mających wpływ na rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce. Po pierwsze, spośród 18 czynników stymulujących rozwój sektora funduszy nieruchomości wybierano 10 najistotniejszych, szeregując je według ważności. Po drugie, spośród 19 czynników ograniczających również wybierano 10, szeregując według istotności. Ogólnie wszystkie czynniki można podzielić na cztery podstawowe grupy:

- czynniki polityczno – prawne,
- czynniki makroekonomiczne,
- czynniki społeczno – psychologiczne.

Wśród stymulatorów zdecydowanie najistotniejszym okazały się dwa czynniki, a mianowicie:

- rozwój rynku nieruchomości,
- koniec kryzysu finansowego na globalnym rynku.

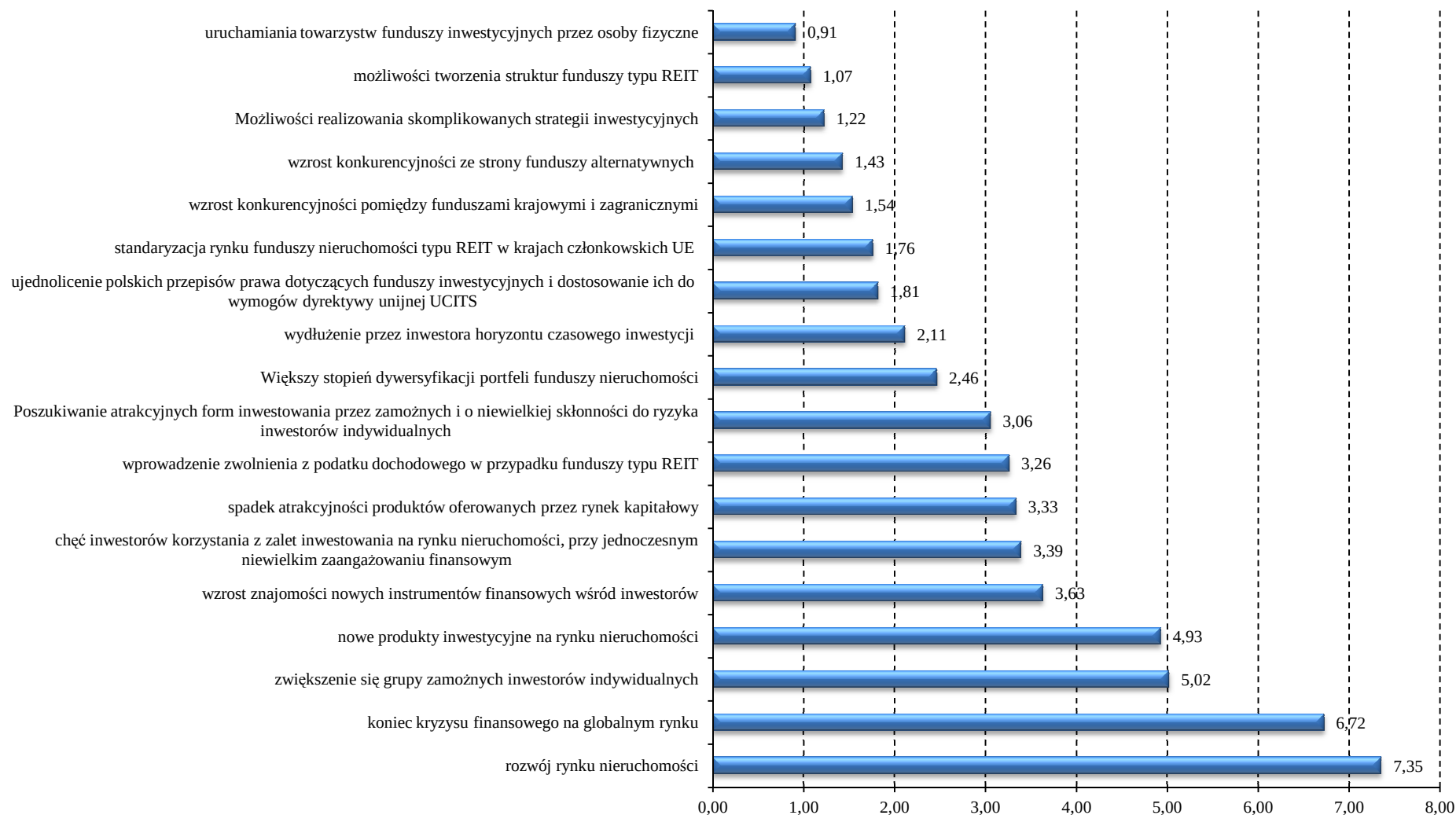
Oznacza to, że rynek funduszy nieruchomości jest jednoznacznie utożsamiany z samym rynkiem nieruchomości. Może to wynikać ze świadomości, iż bez rozwoju rynku, związanego z pojawianiem się coraz nowszych produktów inwestycyjnych, mogących spełniać oczekiwania inwestorów instytucjonalnych, jakimi są fundusze nieruchomości, nie można mówić o rozwoju rynku funduszy. Z drugiej jednak strony, brak kapitału, jakim dysponują fundusze w dużej mierze może hamować rozwój rynku nieruchomości.

Ciekawe jest wysoka ocena czynnika jakim jest wzrost znajomości nowych instrumentów finansowych wśród inwestorów. Potwierdza to jedną z postawionych w pracy hipotez szczegółowych dotyczących niskiej świadomości społecznej w obszarze finansowania rynku nieruchomości.

Za istotne zostały także uznane takie czynniki jak zwiększenie się grupy zamożnych inwestorów indywidualnych oraz pojawienie się na rynku nowych instrumentów finansowych, jakimi mogą być fundusze nieruchomości typu REITs. Pojawienie się nowych instrumentów może być ważne w kontekście czynnika stymulującego, jakim jest chęć inwestorów do korzystania z zalet inwestowania na rynku nieruchomości, przy jednoczesnym niewielkim zaangażowaniu finansowym. Mając na uwadze fakt, że fundusze nieruchomości powinny być instrumentem przeznaczonym w dużej mierze dla drobnych inwestorów indywidualnych, ułatwienie tej grupie partycypowania w funduszach nieruchomości, mogłoby mieć bardzo duży wpływ na rozwój tego sektora rynku kapitałowego.

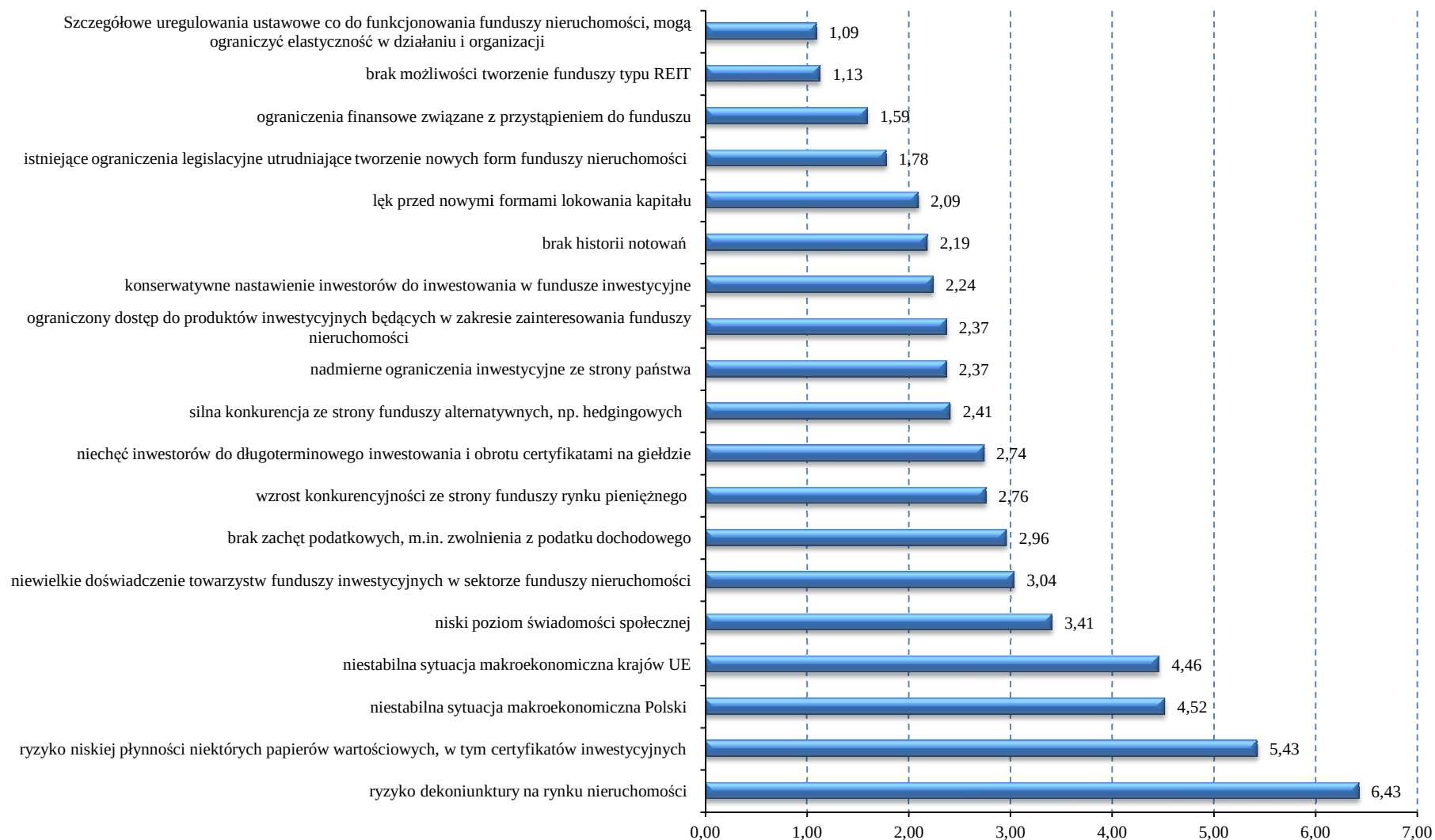
Nie jest natomiast wśród wymienianych czynników przeceniana przez respondentów grupa czynników związanych z uwarunkowaniami polityczno – prawnymi, jak:

- ujednolicenie polskich przepisów prawa dotyczących funduszy inwestycyjnych i dostosowanie ich do wymogów dyrektywy unijnej UCITS,
- standaryzacja rynku funduszy nieruchomości typu REIT w krajach członkowskich UE.



Wykres 51. Czynniki stymulujące rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce

Źródło: opracowanie własne



Wykres 52. Czynniki ograniczające rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce

Źródło: opracowanie własne

Z punktu widzenia respondentów czynnikiem ograniczającym rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce, analogicznie do stymulatorów, jest ryzyko dekonstrukcji na rynku nieruchomości, które może zniechęcać drobnych inwestorów do inwestowania w ten sektor. Z drugiej jednak strony dekonstrukcja na rynku nieruchomości stanowi bardzo dobry moment dla funduszy na budowanie swoich portfeli nieruchomości. Ponownie pojawia się problem niskiej świadomości społecznej, wiedzy z zakresu inwestowania i funkcjonowania rynku nieruchomości.

Wśród najistotniejszych czynników mogących ograniczać rozwój jest grupa czynników makroekonomicznych, m.in.:

- niestabilna sytuacja makroekonomiczna Polski,
- niestabilna sytuacja makroekonomiczna krajów UE.

Dla potencjalnych inwestorów istotne jest także ryzyko niskiej płynności, oferowanych przez istniejące fundusze nieruchomości certyfikatów inwestycyjnych. Wynika to z obowiązujących norm i z faktu, że jedynie kilka funduszy nieruchomości jest funduszami publicznymi. A zatem brakuje na rynku instrumentu, którego płynność byłaby znacznie wyższa.

Ciekawa jest także ocena doświadczeń TFI na rynku nieruchomości. Jak dokładnie zostało omówione w rozdziale drugim, przez kilkanaście lat funkcjonowania w Polsce funduszy nieruchomości, nie wszystkie tego typu przedsięwzięcia kończyły się sukcesem²³³. Trudno także ocenić działalność funduszy nieruchomości, chociażby ze względu na bardzo krótką historię notowań i specyfikę zamkniętej struktury, jako jedynej dostępnej na polskim rynku.

Podobnie, jak w przypadku stymulatorów, czynnikami ograniczającymi rozwój sektora funduszy nieruchomości w Polsce, nie są uznawane czynniki polityczno – prawne, jak:

- szczegółowe uregulowania ustawowe co do funkcjonowania funduszy nieruchomości, mogą ograniczyć elastyczność w działaniu i organizacji,
- nadmierne ograniczenia inwestycyjne ze strony państwa,
- istniejące ograniczenia legislacyjne utrudniające tworzenie nowych form funduszy nieruchomości.

²³³ Za tzw. sukces należy uznać pomyślne zakończenie emisji certyfikatów i zebranie kapitału niezbędnego do zamknięcia funduszu.

5.4. Profil inwestora zainteresowanego rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce

Podsumowując rozważania dotyczące poziomu rozwoju kapitałowego, a w szczególności sektora funduszy nieruchomości można nakreślić profil inwestora, który jest zainteresowany aktualną konstrukcją funkcjonujących na polskim rynku funduszy nieruchomości. Cechy takiego inwestora przedstawia poniższy rysunek.



Rysunek 24. Profil inwestora, inwestującego na polskim rynku funduszy nieruchomości

Źródło: Opracowanie własne

Przedstawiony powyżej profil nie spełnia niestety założeń funkcjonujących na rynkach europejskich, i nie tylko, funduszy nieruchomości. Koncentrują się one bowiem w większości na inwestorach indywidualnych, dla których bariery wejścia/wyjścia mają bardzo duże znaczenie. Najczęściej cele inwestycyjne tej grupy inwestorów skupione są wokół oszczędzania w celu uzyskania lepszej emerytury, zabezpieczenia przyszłości dzieci, czy też po prostu ulokowania oszczędności w celu ochrony przed inflacją, przy jednoczesnym otrzymywaniu stabilnych dochodów. Kierując się przede wszystkim bezpieczeństwem i płynnością wybieranych instrumentów, oferta funduszy nieruchomości powinna takie wymagania spełniać.

Z przeprowadzonych badań i analiz wynika, że rynek funduszy nieruchomości w Polsce jest rynkiem słabo rozwiniętym analizując go w ujęciu ilościowym, jak i jakościowym. Nie sposób oprzeć się wrażeniu, że potrzebne są w tym zakresie liczne zmiany, zarówno wynikające z konieczności wprowadzenia nowych instrumentów, jakimi mogą być fundusze typu REITs, jak również w kształtowaniu świadomości potencjalnych inwestorów, co do pojawiających się możliwości lokowania kapitału.

Zakończenie

Fundusze typu REITs od ponad kilkudziesięciu lat stanowią ważny element systemów finansowania rynków nieruchomości na całym świecie. Pełniąc rolę pośrednika w przepływach kapitału pomiędzy inwestorem, zarówno instytucjonalnym, jak i indywidualnym a rynkiem nieruchomości, zapewniają znaczącą część jego finansowania.

Rynek funduszy nieruchomości w Polsce rozwija się w wolniejszym tempie w porównaniu do analizowanych rynków zachodnich, w szczególności rynku brytyjskiego oraz niemieckiego. Skutkiem tego jest brak możliwości wykorzystywania dostępnych już na większości rynków nowoczesnych struktur inwestycyjnych, jakimi są fundusze nieruchomości typu REITs. Cel rozprawy zakładał próbę udzielenia odpowiedzi na pytanie czy fundusze nieruchomości stanowią brakujący element systemu finansowania rynku nieruchomości w Polsce oraz czy wprowadzenie funduszy nieruchomości typu REITs mogłoby mieć znaczenie w rozwoju polskiego rynku nieruchomości.

Przeprowadzona ze względu na założony cel rozprawy analiza wykazała widoczne przejawy pozytywnej roli, jaką w finansowaniu rynku nieruchomości pełnią fundusze inwestycyjne typu REITs. Analiza obejmowała z jednej strony uwarunkowania funkcjonowania rodzimego rynku funduszy nieruchomości, z drugiej doświadczenia amerykańskich i europejskich rynków w zakresie wprowadzania struktur REITs. Osiągnięcie głównych celów pracy wymagało również zbadania ogólnej struktury polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz miejsca, jakie zajmuje na tle państw Europy.

Przeprowadzona analiza rynku funduszy inwestycyjnych ogółem wskazała już na niewielki udział aktywów polskich funduszy inwestycyjnych w rynku europejskim (0,4% w aktywach ogółem). Można wnioskować, że wynika to przede wszystkim z niewystarczającego poziomu integracji, ale również z historii funkcjonowania funduszy na poszczególnych rynkach krajowych. Mając na względzie fakt, że polski rynek funduszy jest rynkiem charakteryzującym się stosunkowo krótką historią notowań, postrzegany jest jako bardziej ryzykowny i nie oferujący konkurencyjnych produktów inwestycyjnych.

Polski rynek funduszy został zainicjowany dopiero ustawą z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 114, poz. 1192). Ustawa ta powołała specjalny zamknięty fundusz inwestycyjny, który wśród dopuszczalnych lokat miał także lokaty na rynku nieruchomości. W aktualnej formie (FIZ) fundusze nieruchomości działają od 2004 r. Istniejący kształt funduszu nieruchomości nie jest formą, którą można

ocenić, jako odnoszącą sukcesy i cieszącą się zainteresowaniem inwestorów. Fundusze nieruchomości w Polsce są od początku działalności bardzo słabo rozwiniętym sektorem rodzimego rynku kapitałowego, w tym także rynku funduszy inwestycyjnych, w ramach którego stanowią około 2,3% ogółu aktywów (stan na 2010 r.). Zatem pozytywnie została zweryfikowana hipoteza dotycząca marginalnego wpływu funduszy nieruchomości na rozwój rynku nieruchomości.

W rozprawie podkreślona została potrzeba zmian ustrojowych koniecznych do unowocześnienia systemu finansowania rynku nieruchomości w Polsce, a w szczególności segmentu funduszy nieruchomości, dostosowując go jednocześnie do schematów sprawdzonych już na rynkach wysoko rozwiniętych. Bazując na wynikach analizy działających funduszy nieruchomości, zasadne wydaje się rozpowszechnienie nowych instrumentów w postaci REITs, które mogłyby zgromadzić zdecydowanie większe zasoby wolnego kapitału.

Pomimo opracowań naukowych i publicystycznych, traktujących w sposób bardzo wybiórczy o roli funduszy nieruchomości w systemach finansowania rynku nieruchomości, dotychczas brakowało kompleksowego badania, uwzględniającego jednocześnie istniejące tendencje na światowych rynkach REITs oraz sytuację na polskim rynku funduszy nieruchomości. Brakowało także opracowań, które służyłyby określeniu schematu działania REITs wraz z możliwościami wprowadzenia tej struktury na polskim rynku.

Upowszechnianie działalności funduszy nieruchomości typu REITs wytycza nowe kierunki rozwoju mechanizmów finansowania rynku nieruchomości. Bazując na globalnych doświadczeniach, REITs są najbardziej rozpowszechnioną pośrednią formą alokacji kapitału w ramach rynku nieruchomości na świecie, a z każdym rokiem przybywa nowych struktur. Według European Public Real Estate Association (EPRA) Europa reprezentuje zaledwie 22,6% globalnej kapitalizacji REIT szacowanej na ok. 754 mld EUR pomimo posiadania 42,3% aktywów w rynku bezpośrednich inwestycji na rynku nieruchomości. Niewielki udział notowanych na giełdach aktywów opartych o nieruchomości w porównaniu z całkowitą kapitalizacją rynku (4,9%) sugeruje potencjał dużego wzrostu. Przewiduje się, że coraz powszechniejsze zmiany legislacyjne w zakresie REITs będą stanowić stymulator rozwoju dla rynku oraz umożliwią poszerzenie wachlarza możliwości dla inwestorów.

Wyznaczenie ram funkcjonowania oraz wyników inwestycyjnych pozwoliło na wniosek, że REITs w sposób konkurencyjny, zwłaszcza w odniesieniu do zamkniętych funduszy nieruchomościowych, ułatwiają dostęp do szeroko rozumianego pod względem rodzajowym rynku nieruchomości, zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak

i instytucjonalnych. Bardzo istotne w tym miejscu jest podkreślenie niskich kosztów transakcyjnych, niewielkich wymagań kapitałowych oraz łatwości wejścia i wyjścia z inwestycji w dowolnym momencie. W ten sposób pośrednie inwestycje w nieruchomości zyskują przewagę nad inwestycjami bezpośrednimi, które tych cech są zupełnie pozbawione.

Poprzez prawie nieograniczone zasoby kapitału REITs stanowią bardzo istotny podmiot kreowania popytu na globalnym rynku nieruchomości. Przyczyniają się w ten sposób do jego rozwoju. Można także przypuszczać, że rola REITs będzie nadal rosła, a tempo tego wzrostu będzie uzależnione przede wszystkim od sytuacji na światowych rynkach finansowych.

Zaprezentowane w rozprawie doświadczenia REITs w USA wykazały silny wpływ tego instrumentu na rozwój systemu finansowania rynku nieruchomości oraz na rozwój samego rynku nieruchomości. Przez ponad 50 lat swojej historii REITs stały się znaczącym źródłem środków finansujących nieruchomości. Uwzględniając przy tym niską korelację REITs z rynkiem akcji, należy stwierdzić, że spełniły one oczekiwania inwestorów. Może o tym świadczyć dynamiczny wzrost kapitalizacji rynku, a co za tym idzie przyrost kapitałów finansujących bezpośrednio inwestycje w nieruchomości.

W ramach analizy mającej na celu pokazanie dotychczasowego dorobku inwestycyjnego REITs w USA zaobserwowano, że REITs nie są instrumentem służącym osiągnięciu wysokiej stopy zwrotu w krótkim okresie. Dlatego też wybierane jest przez inwestorów poszukujących stabilnej i stosunkowo bezpiecznej lokaty kapitału, nastawionych na długi horyzont inwestycyjny. Cechy te znajdują swoje odzwierciedlenie w historycznym poziomie wypłacanych przez REITs dywidend na przestrzeni ostatnich 40 lat.

Doświadczenia amerykańskie w kontekście sytuacji na polskim rynku nieruchomości powinny być sygnałem do przeprowadzenia próby wprowadzenia REITs na gruncie polskim. Nawiązując do analizy dynamiki rozwoju sektora funduszy nieruchomości w Polsce nasuwa się jednoznaczny wniosek, że w obecnej formie, rynek funduszy nieruchomości nie będzie miał znaczącego i widocznego wpływu na rozwój rodzimego rynku nieruchomości. Nie stanowi bowiem atrakcyjnej z punktu widzenia potencjalnego inwestora, lokaty kapitału, a tym samym nie będzie w stanie pozyskać znacznych zasobów wolnego kapitału.

Na podstawie analizy doświadczeń zarówno amerykańskich pionierów w sektorze REITs, jak i nowych krajów wykorzystujących mocne strony REITs można wywnioskować, że wiele czynników wskazuje na to, że REITs staną się podstawowym standardem alokacji kapitałów na globalnym rynku nieruchomości. Jeżeli zatem w polskim ustawodawstwie nie

zostaną podjęte odpowiednie działania dotyczące REITs, może to spowodować zahamowanie rozwoju krajowego rynku nieruchomości.

Powyższe wnioski upoważniają do stwierdzenia, że w Polsce nie są wykorzystywane sprawdzone już na świecie formy finansowania rynku nieruchomości, a w konsekwencji mechanizmy finansowania rynku nieruchomości w Polsce są niedostosowane do tendencji zachodzących na globalnym rynku, co potwierdzają analizy rozwoju rynku funduszy REITs w Europie i na świecie. Pozytywnie zostały zatem zweryfikowane hipotezy dotyczące niedostosowania do tendencji zachodzących na globalnym rynku mechanizmów finansowania rynku nieruchomości w Polsce oraz nie wykorzystywania sprawdzonych form finansowania rynku nieruchomości.

Analizując wartość aktywów znajdujących się w posiadaniu funduszy nieruchomości w latach 2004 – 2011 wzrosła ona z 600 mln zł do blisko 2,8 mld zł. Porównując to do sytuacji na rynkach światowych, sama kapitalizacja REITs w 2010 roku wyniosła 271,850 mln USD w USA, 64,526 USD we Francji oraz 37,176 mln USD w Wielkiej Brytanii. Zatem na tym tle kapitał zgromadzony przez fundusze nieruchomości w Polsce stanowi jedynie ułamek kapitału zgromadzonego tylko przez REITs w analizowanej grupie państw. Dane te potwierdzają niewielki udział funduszy nieruchomości w finansowaniu polskiego rynku nieruchomości, co pozwala również na pozytywną weryfikację trzeciej postawionej hipotezy badawczej.

Wnioski teoretyczne, przedstawione w rozprawie dotyczą także istotności integracji polskiego rynku funduszy inwestycyjnych ze strukturami europejskimi. Prowadzone działania zmierzające do ujednolicenia struktury REITs w Europie, powinny odbywać się włączając w to rynek polski. Brak reakcji na poziomie zmiany ustawodawstwa i nieumożliwienie uczestniczenia w rynku EU-REITs, spowodują znaczne obniżenie poziomu konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego. Ponadto ograniczy to dostęp do globalnych kapitałów finansujących inwestycje w nieruchomości.

Zasób informacji dotyczących istniejących struktur REITs i tendencji w rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce i na świecie wzbogaciło przeprowadzenie badań ankietowych z wykorzystaniem formularza ankiety, wśród ekspertów szeroko rozumianego rynku kapitałowego. Uzyskane w toku badań rezultaty pozwoliły na dokonanie ogólnej oceny znajomości oraz atrakcyjności funduszy nieruchomości w Polsce z punktu widzenia inwestora. Jednocześnie analiza tych danych pozwoliła na wyodrębnienie czynników ograniczających oraz determinujących rozwój rynku funduszy nieruchomości.

Jak wynika przeprowadzonych badań zainteresowanie rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce jest stosunkowo niewielkie. Powody, przez które badani nie planują inwestowania w fundusze nieruchomości w Polsce można uznać za oczywiste. Na pierwszym miejscu osoby badane wskazały niski stopień przewidywalności wyników inwestycyjnych. Jest to spowodowane faktem, że fundusze nieruchomości w Polsce funkcjonują od zaledwie kilkunastu lat, a dodatkowo do niedawna ze względu na ograniczenia inwestycyjne zarezerwowane były jedynie dla instytucjonalnych inwestorów. Jednocześnie stanowi to potwierdzenie przedstawionych wcześniej wniosków teoretycznych.

Drugą przyczyną braku zainteresowania funduszami nieruchomości jest brak odpowiednich rodzajów funduszy. Ze względu na stosunkowo wysokie bariery wejścia/wyjścia oraz ograniczony obrót jednostkami uczestnictwa w funduszach zamkniętych, nie są one przeznaczone dla szerokiego grona inwestorów indywidualnych. Już te dwa pierwsze wskazane przez ekspertów czynniki powodują, że atrakcyjność inwestycyjna w stosunku do innych alternatywnych form inwestowania na polskim rynku jest stosunkowo niewielka. Daje to podstawę do wniosku, że w ocenie potencjalnych inwestorów czynnikami decydującymi o braku zainteresowania rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce są: brak odpowiednich rodzajów funduszy, nieprzewidywalność wyników inwestycyjnych, zbyt wysokie bariery wejścia, mała atrakcyjność względem innych form inwestowania, co pozwala na pozytywne zweryfikowanie hipotezy badawczej.

Wśród uzyskanych rezultatów badawczych uzyskano także potwierdzenie, że jednym z podstawowych czynników ograniczających rozwój sektora funduszy nieruchomości w Polsce jest brak wiedzy i niski poziom świadomości społecznej. Oznacza to, że pozytywnie została zweryfikowana założona hipoteza badawcza dotycząca poziomu wiedzy na temat funduszy nieruchomości wśród inwestorów indywidualnych.

Wśród najistotniejszych czynników mogących ograniczać rozwój jest grupa czynników makroekonomicznych, m.in.: niestabilna sytuacja makroekonomiczna Polski oraz niestabilna sytuacja makroekonomiczna krajów UE. Dla potencjalnych inwestorów istotne jest także ryzyko niskiej płynności, oferowanych przez istniejące fundusze nieruchomości certyfikatów inwestycyjnych. Wynika to z obowiązujących norm i z faktu, że jedynie kilka funduszy nieruchomości jest funduszami publicznymi. A zatem brakuje na rynku instrumentu, którego płynność byłaby znacznie wyższa.

Na podstawie uzyskanych wyników badań stworzony został profil typowego inwestora, zainteresowanego polskimi funduszami nieruchomości, który jednak nie spełnia założeń funkcjonujących na rynkach europejskich, i nie tylko, funduszy REITs. Przeznaczone

są one bowiem w dużej mierze dla inwestorów indywidualnych, dla których bariery wejścia/wyjścia mają bardzo duże znaczenie. Najczęściej cele inwestycyjne tej grupy inwestorów skupione są wokół oszczędzania w celu uzyskania lepszej emerytury, zabezpieczenia przyszłości dzieci, czy też po prostu ulokowania oszczędności w celu ochrony przed inflacją, przy jednoczesnym otrzymywaniu stabilnych dochodów.

W toku pisania pracy, na podstawie szczegółowych studiów literaturowych oraz przeprowadzonym analiz empirycznych, pozytywnie została zweryfikowana hipoteza główna, odnosząca się do REITs jako brakującego instrumentu w finansowaniu rynku nieruchomości w Polsce, co skutkuje ograniczeniem możliwości jego rozwoju.

Z przeprowadzonych badań i analiz wynika, że rynek funduszy nieruchomości w Polsce jest rynkiem słabo rozwiniętym, analizując go w ujęciu ilościowym, jak i jakościowym. Nie sposób oprzeć się wrażeniu, że potrzebne są w tym zakresie liczne zmiany, zarówno wynikające z konieczności wprowadzenia nowych instrumentów, jakimi mogą być fundusze typu REITs, jak również w kształtowaniu świadomości potencjalnych inwestorów, co do pojawiających się możliwości lokowania kapitału.

W przyszłości należy oczekiwać, że zagadnienia związane z funduszami nieruchomości typu REITs, jako istotnym elementem rozwoju rynku nieruchomości w Polsce, będą nabierały coraz większego znaczenia w warstwie poznawczej. Uwarunkowane to jednak będzie szybkością i skutecznością wdrażania struktur REITs na gruncie polskim oraz wyraźnym ich wpływem na różne aspekty życia gospodarczego. Implementacja REITs powinna być kwestią czasu, gdyż wynika z konieczności dostosowywania się do globalnych trendów, kształtujących zarówno rynek kapitałowy, jak i rynek nieruchomości. Prezentowane w rozprawie zagadnienia nie są na pewno zagadnieniami nowymi, ale wymagającymi uporządkowani, poszerzenia i kompleksowego przedstawienia, co może zostać wykorzystywane, jako podstawa do dalszych analiz oraz praktycznego wdrożenia REITs na rynku polskim. Ponadto istotne jest dalsze pogłębianie wiedzy dotyczącej funkcjonowania REITs, co jest konieczne do bieżącej aktualizacji najbardziej optymalnej struktury.

Spis literatury

1. Adair A., *Financing of Property Development, Urban regeneration, Property Investment and Development*, Spon, London, 1993
2. Ambrose B., Linneman P., *REIT organizational structure and operating characteristics*, Journal of Real Estate Research 21
3. Begg D., Dornbusch R., *Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999
4. Belniak S., *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001
5. Bone-Winkel S., Schafer W., Werner Schulte K., *Handbuch. Real Estate Investment Trust*, Immobilien Manager Verlag Köln 2008
6. Borowski G., *Wpływ nowelizacji Dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych*, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Warszawa 2003, r.65, z.1
7. Bradley M., Capozza D., Seguin P., *Dividend Policy and Cash flow uncertainty*, Real Estate Economics 26
8. Brigham E. (). *Podstawy zarządzania finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001
9. Brown G., *Property Investment and the Capital Markets*, Spoon New Zeland 1991
10. Bryx M., *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Poltext Warszawa 2006
11. Bryx M., Matkowski R., *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001
12. Brzeski W., Cichoń D., Jurka K., Rogatko B., *Nieruchomości w Polsce. Pośrednictwo i zarządzanie*, Europejski Instytut Nieruchomości, Warszawa - Kraków 2007
13. Buczek S., Fierla A., *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie - jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie - Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008
14. Chan S., Erickson J., Wang K., *Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities*, Oxford University Press, Nowy Jork 2003

15. Chandrashekar V., *Time – series properties and diversification benefits of REITs returns*, Journal of Real Estate Research 17, 1999
16. Chen J., Peiser R., *The risk and return characteristics of REITs*, Real Estate Finance 16, 1993-1997
17. Clayton J., MacKinnon G., *What drives equity market returns? The relative influences of bond, stock and real estate factors*, Working paper 2000
18. Daus M., *Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, C.H. Beck, Warszawa 1999
19. Dembny A., *Budowa portfeli ograniczonego ryzyka*, CeDeWu, Warszawa 2005
20. Dunis C., *Prognozowanie rynków finansowych*, ABC , Warszawa 2000
21. *Dyrektywa Rady 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r.*
22. Eichholtz P., *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*, Research Report for the European Property Federation, Bruksela 2007
23. Elliot R.J. *The rewards and risks In Real Estate Investment Trusts*, Barrons National and Business Financial Weekly nr 30, 1965
24. Forest A., *Now, dividend hunters are stalking REITs*, Business Week 6, 1994
25. Freedman H., *REITs. Key tax-related issues*, London Stock Exchange, Londyn 2008
26. Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych sp. z o.o., Kraków 2006
27. Gabryelczyk K., Ziarko-Siwiek U., *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2007
28. Garrigan R., Parsons J., *Real Estate Investment Trusts. Structure, Analysis, and Strateg*, The McGraw-Hill companies, Inc., Nowy Jork 1998
29. Gawron H., *Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006
30. Giliberto M., *Equity real estate investment trusts and real estate returns*, Journal of Real Estate Research 5, 1990
31. *Global Real Estate Investment Trust Report*, Ernst&Young 2010
32. Gordon M., *The complete guide to Real Estate Investment Trusts*, Atlantic Publishing Group, Inc. Ocala, Florida 2008
33. Graczyk B., Kocon M., *UCITS IV: nowe regulacje dla sektora funduszy inwestycyjnych*. KPMG Baza wiedzy, Artykuły i Komentarze 2011
34. GUS, *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2009 r.* Warszawa 2010
35. Han J., Liang Y., *The historical performance of real estate investment trusts*, Journal of Real Estate Research 10, 1995

36. Henzel H., *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004
37. Henzel H., *Strategie inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2009
38. Imperiale R., *Getting started in Real Estate Investment Trust*, John Wiley&Sons, Inc., New Jersey, USA 2006:
39. Jajuga K., Jajuga T., *Jak inwestować w papiery wartościowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993
40. Jajuga T., Jajuga K., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006
41. Jawdosiuk B., Rożko K., *ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010
42. *Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa 2010
43. Kościelniak G., *Fundusze powiernicze, Zamykacze*, Kraków 1998
44. Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006
45. Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2008
46. Kucharska - Stasiak E., *Inwestowanie w nieruchomości*, Instytut Nieruchomości VALOR, Łódź 1999
47. Kucharska - Stasiak E., *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006
48. Kucharska - Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006
49. Kucharska - Stasiak E., *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, Studia i materiały TNN 2006
50. Kuhle J., *Portfolio diversification and return benefits-common stock vs. real estate investment trusts*, Journal of Real Estate Research 2, 1987
51. Luck C., *REITs. The listing rules*, London Stock Exchange, Londyn 2008
52. Luck C., Can M., *How to qualify as a UK-REIT*, London Stock Exchange, Londyn 2008.
53. Maris B., Fayez E., *Capital structure and the cost of capital for untaxed firms: the case of REITs*, AREUEA Journal 18, 1990

54. Markowitz H., *Portfolio selection: efficient Diversification of Investments*, Yale University Press, New Haven 1959
55. Martin J., Cook D., *A comparison of the recent performance of publicly traded real property portfolios and common stock*, AREUEA Journal, 1991
56. Mayo H., *Wstęp do inwestowania*, Warszawa 1997, K.E.Liber s.c.
57. Mengden A., Giliberto M., *REITs and real estate: two markets reexamined*, Real Estate Finance 13, 1996
58. Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007
59. Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009
60. *Mutual Fund Book*, Waszyngton 2004, Investment Company Institute
61. Naranjo A., Ling D., *The integration of commercial real estate markets and the stock markets*, Real Estate Economics 27, 1999
62. *National Association of Real Estate Investment Trusts, REIT Fact Book 1986*
63. Nieborak T., *Integracja rynku kapitałowego Unii Europejskiej – aspekty regulacyjno – prawne*, DIFIN, Warszawa 2008
64. Nikodmska-Wołowik A., *Jakościowe badania marketingowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999
65. *Official Journal of the European Union L nr 19.*
66. *Official Journal of the European Union L nr 19.*
67. *Official Journal of the European Union L nr 302.*
68. *Official Journal of the European Union L nr 41.*
69. *Official Journal of the European Union L nr 41.*
70. *Official Journal of the European Union L nr 79.*
71. *Official Journal of the European Union, nr 375 .*
72. Online Analizy, *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa 2010
73. Oppenheimer P., Grissom T., *Frequency space correlation between REITs and capital market indices*, Journal of Real Estate Research 16, 1998
74. Peterson J., Hsieh C., *Do common risk factors in the returns on stocks and bonds explain returns on REITs*, Real Estate Economics 25, 1997
75. Planeta W., *Na tylnym siedzeniu*, Home&Market nr 7, 2000
76. Pomykało W., *Encyklopedia Biznesu*, Fundacja Innowacja, Warszawa 1995

77. Reilly F., Brown K., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001
78. *REIT Industry Timeline: Celebrating 50-th Anniversary of REITs*, NAREIT 2010
79. Rekowski M., *Wprowadzenie do mikroekonomii*, Poznań 1998
80. Rogowski W., Michalczewski A., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach inwestycyjnych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005
81. Sas-Kulczycka K., Choryło D., Król J., Lasota Z., *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG PRESS, Warszawa 1998
82. Schafer J., *Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs.*, C.H. Beck, Monachium 2007
83. Schulkin P. A., *Real estate investment trusts*, Financial Analysts Journal nr 27, 1971
84. Siemińska E., *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2011
85. Socha J., *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1992
86. Spoćko A., *Giełda papierów wartościowych*, Warszawa 1991, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne
87. *Spotkanie środowiska funduszy inwestycyjnych z kierownictwem Komisji Nadzoru Finansowego* (2.10.2009), Warszawa, notatka ze spotkania zamieszczona na portalu informacyjnym Komisji Nadzoru finansowego, www.knf.gov.pl
88. *Stosowanie przepisów UCITS IV od dnia 1 lipca 2011*, Materiał informacyjny Komisji Nadzoru Finansowego, stan na dzień 30.06.2011.
89. Tarczyński W., *Analiza portfelowa na giełdzie papierów wartościowych*, PTE, Szczecin 1996
90. Tarczyński W., *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002
91. *The evolving investment strategies of UCITS*, EFAMA Report, May 2011, Bruksela.
92. *The German REIT (G-REIT) Structure, opportunities and challenges*, Ernst&Young, September 2007.
93. *UK REITs. Summary of the Regime*, Deloitte Real Estate, 2010
94. *Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.)*
95. *Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.)*.
96. *Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. – Prawo budowlane (Dz. U. z 2003 r. Nr 207, poz. 2016, z późn. zm.11)*

97. Wancke P., *Nieruchomości. Leksykon pojęć i definicji*, Wolters Kluwer Polska Sp. zo.o., Warszawa 2007
98. Wang K., Erickson J., *The stock performance of securitized real estate and master limited partnerships*, Real Estate Economics 23, 1997
99. Wang K., Chan S., Gau G., *Initial public offerings of equity securities: Anomalous evidence using REITs*, Journal of Financial Economics 31, 1992
100. Wang K., Erickson J., Gau, G., *Dividend policies and dividend announcement effects for real estate investment trust*, Real Estate Economics 21
101. Wijs R., *What would the ideal REIT look like?*, Global REIT Survey Supplement, EPRA 2010

Spis tabel

Tabela 1. Cechy nieruchomości istotne z punktu widzenia inwestowania	16
Tabela 2. Fazy cyklu rynku nieruchomości	40
Tabela 3. Rodzaje kapitału	42
Tabela 4. Formy lokat kapitałowych funduszy inwestycyjnych na rynku nieruchomości	52
Tabela 5. Rodzaje ryzyka związanego z działalnością funduszu inwestycyjnego.....	56
Tabela 6. Zalety i wady funduszy inwestycyjnych	66
Tabela 7. Rodzaje funduszy inwestycyjnych	70
Tabela 8. Konstrukcje i typy funduszy inwestycyjnych	72
Tabela 9. Porównanie funduszy inwestycyjnych otwartych i zamkniętych.....	79
Tabela 10. Zasady polityki inwestycyjnej poszczególnych rodzajów funduszy w Polsce	83
Tabela 11. Polska na tle krajów europejskich - wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych	88
Tabela 12. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w przeliczeniu na mieszkańca	89
Tabela 13. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce, z uwzględnieniem funduszy nieruchomości	99
Tabela 14. FIZ Nieruchomości Aktywów Publicznych	100
Tabela 15. Pozostałe fundusze rynku nieruchomości	100
Tabela 16. Wartość aktywów FIZ Nieruchomości Aktywów Publicznych	103
Tabela 17. Stopy zwrotu z FIZ Nieruchomości Aktywów Publicznych.....	103
Tabela 18. Wartość kapitalizacji rynku REITs w USA	109
Tabela 19. Ewolucja ram prawnych funkcjonowania REITs.....	113
Tabela 20. Długość okresu działalności publicznych REITs	116
Tabela 21. Porównanie Public, Non-Exchange Traded oraz Private REITs.....	117
Tabela 22. Charakterystyka GPR 250 REIT Index	118

Tabela 23. Porównanie indeksów giełdowych w latach 1972 - 2011	119
Tabela 24. Wady i zalety specjalizacji REITs.....	121
Tabela 25. Wyniki działalności inwestycyjnej REITs	122
Tabela 26. Testy zgodności REITs	123
Tabela 27. Porównanie REITs oraz spółki partnerskiej (partnership)	125
Tabela 28. REITs z podziałem na formę doradztwa inwestycyjnego w latach 1993 – 2000	131
Tabela 29. Stopy zwrotu REITs w latach 1972 – 2010.....	140
Tabela 30. Roczne ceny i stopy zwrotu wg rodzaju nieruchomości za lata 2000-2010	142
Tabela 31. Emisje kapitałowe IPO REITs oraz Non-REITs w USA w latach 1970 - 2010 ..	144
Tabela 32. Fundusze typu REITs na świecie	157
Tabela 33. Wyniki inwestycyjne REITs na świecie.....	160
Tabela 34. Plan dotyczący REITs w UE	162
Tabela 35. Zróznicowanie struktur podobnych do struktur REITs w państwach członkowskich UE.....	163
Tabela 36. Sektor REITs w Wielkiej Brytanii	165
Tabela 37. Kapitalizacja 5 największych REITs w Wielkiej Brytanii	165
Tabela 38. Zestawienie UK – REITs	173
Tabela 39. Sektor REITs w Niemczech	175
Tabela 40. Kapitalizacja niemieckich REITs.....	175
Tabela 41. Wyniki finansowe RX REIT Index	182
Tabela 42. Składowe RX REIT Index.....	182
Tabela 43. Porównanie struktur REITs w Wielkiej Brytanii i Niemczech	184
Tabela 44. Czynniki istotne dla sukcesu REITs.....	186
Tabela 45. Założenia badań jakościowych w odniesieniu do perspektyw rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Polsce	193
Tabela 46. Udział instrumentów rynku kapitałowego w portfelu inwestycyjnym	223

Spis rysunków

Rysunek 1. Klasyfikacja inwestycji	23
Rysunek 2. Schemat rynku.....	33
Rysunek 3. Miejsce rynku nieruchomości w gospodarce	34
Rysunek 4. Fazy rozwoju rynku nieruchomości	37
Rysunek 5. Kształtowanie się popytu i podaży w kolejnych fazach cyklu koniunkturalnego	38
Rysunek 6. Źródła finansowania inwestycji o charakterze komercyjnym na rynku nieruchomości	47
Rysunek 7. Publiczne vs. prywatne formy inwestowania w nieruchomości	49
Rysunek 8. Relacja ryzyko - stopa zwrotu w zależności od rodzaju aktywów.....	51
Rysunek 9. Inwestorzy inwestujący w akcje REITs	54
Rysunek 10. Schemat przepływu kapitału między funduszem nieruchomości a rynkiem	55
Rysunek 11. Schemat organizacji funduszy inwestycyjnych.....	62
Rysunek 12. Schemat utworzenia funduszu inwestycyjnego.....	64
Rysunek 13. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych wg Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami	75
Rysunek 14. Sposób nabycia certyfikatów inwestycyjnych zamkniętych funduszy inwestycyjnych.....	82
Rysunek 15. Rodzaje funduszy nieruchomości w Polsce	91
Rysunek 16. Udział poszczególnych rodzajów nieruchomości w aktywach ogółem REITs	120
Rysunek 17. Struktura organizacyjna amerykańskiego funduszu inwestycyjnego typu Real Estate Investment Trusts	127
Rysunek 18. Schemat działania UPREIT.....	129

Rysunek 19. REITs jako element portfela inwestycyjnego	137
Rysunek 20. REITs jako forma inwestycji.....	158
Rysunek 21. UK REIT – schemat działalności	166
Rysunek 22. Proponowana kolejność prowadzenia badań.....	192
Rysunek 23. Badanie ankietowe na rynku funduszy inwestycyjnych – etapy badań	194
Rysunek 24. Profil inwestora, inwestującego na polskim rynku funduszy nieruchomości ..	245

Spis wykresów

Wykres 1. Udział poszczególnych rodzajów funduszy w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2009-2010.....	77
Wykres 2. Aktywa podstawowych grup funduszy inwestycyjnych w latach 2000 - 2010	97
Wykres 3. Udział aktywów funduszy nieruchomości w aktywach funduszy inwestycyjnych ogółem	98
Wykres 4. Struktura portfela nieruchomości FIZ wg rodzaju nieruchomości	101
Wykres 5. Portfel nieruchomości FIZ Aktywów Publicznych	102
Wykres 6. Wartość kapitalizacji REITs w USA w latach 1972 – 2010.....	111
Wykres 7. Kapitalizacja poszczególnych rodzajów REITs w USA w latach 1972-2010.....	115
Wykres 8. Korelacja pomiędzy REITs kapitałowymi a S&P 500	132
Wykres 9. Dywidendy wypłacane przez REITs w latach 1995 - 2010.....	134
Wykres 10. Średnia roczna stopa zwrotu REITs w latach 1972 – 2010	136
Wykres 11. Wartość emisji kapitałowych REITs w USA w latach 1970-2010.....	143
Wykres 12. Wpływy z emisji kapitałowych REITs oraz Non-REITs.....	145
Wykres 13. Średnia stopa zwrotu z IPO pierwszego dnia emisji REITs oraz Non-REITs....	145
Wykres 14. Kapitalizacja rynku REITs na świecie	159
Wykres 15. Stopa zwrotu REITs	161
Wykres 16. Wyniki działalności UK-REITs na podstawie indeksu FTSE EPRA/NAREIT UK REITs	173
Wykres 17. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek	197
Wykres 18. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek wg wieku respondentów.....	198

Wykres 19. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek wg doświadczenia	199
Wykres 20. Ocena polskiego rynku kapitałowego w oparciu o cechy charakteryzujące rynek wg zajmowanego stanowiska	199
Wykres 21. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego (prognoza 5 – letnia)	202
Wykres 22. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego wg wieku (prognoza 5 – letnia).....	203
Wykres 23. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego wg zajmowanego stanowiska (prognoza 5 – letnia).....	204
Wykres 24. Najbardziej prawdopodobne scenariusze rozwoju polskiego rynku kapitałowego wg doświadczenia (prognoza 5 – letnia)	205
Wykres 25. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce	208
Wykres 26. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce wg wieku.....	210
Wykres 27. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce wg zajmowanego stanowiska	211
Wykres 28. Czynniki ograniczające rozwój rynku kapitałowego w Polsce wg doświadczenia	212
Wykres 29. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce	214
Wykres 30. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wg wieku.....	215
Wykres 31. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wg zajmowanego stanowiska	216
Wykres 32. Stymulatory rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wg doświadczenia	216
Wykres 33. Cechy instrumentów rynku kapitałowego	218
Wykres 34. Cechy instrumentów rynku kapitałowego wg wieku.....	219
Wykres 35. Cechy instrumentów rynku kapitałowego wg zajmowanego stanowiska	220
Wykres 36. Cechy instrumentów rynku kapitałowego wg doświadczenia	221
Wykres 37. Ważność poszczególnych cech inwestycji wg respondentów	222
Wykres 38. Udział instrumentów rynku kapitałowego w portfelu inwestycyjnym.....	224
Wykres 39. Preferowany horyzont czasowy inwestycji.....	224
Wykres 40. Preferowany horyzont czasowy inwestycji wg wieku, zajmowanego stanowiska oraz doświadczenia na rynku kapitałowym	225
Wykres 41. Główne cele inwestowania w wybrane instrument rynku kapitałowego.....	226

Wykres 42. Odsetek osób inwestujących w fundusze nieruchomości działające na polskim rynku kapitałowym.....	228
Wykres 43. Odsetek osób planujących zainwestować w przyszłości kapitał w fundusze nieruchomości	229
Wykres 44. Powody braku zainteresowania inwestorów rynkiem funduszy nieruchomości w Polsce	230
Wykres 45. Struktura planowanych inwestycji w fundusze nieruchomości działające na polskim rynku kapitałowym wg wartości	232
Wykres 46. Atrakcyjność inwestowania w fundusze nieruchomości w Polsce wobec tradycyjnych sposobów inwestowania jest bardzo wysoka	233
Wykres 47. Rynek funduszy nieruchomości w Polsce w ciągu ostatnich 5 lat był bardzo dynamiczny	233
Wykres 48. Szanse rozwoju poszczególnych rodzajów funduszy nieruchomości w Polsce .	234
Wykres 49. Ocena stopnia konkurencyjności istniejących form inwestowania na rynku kapitałowym w stosunku do działających na polskim rynku funduszy nieruchomości.....	237
Wykres 50. Ocena stopnia konkurencyjności istniejących form inwestowania na rynku kapitałowym w stosunku do działających na polskim rynku funduszy nieruchomości z podziałem na grupy respondentów.....	239
Wykres 51. Czynniki stymulujące rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce	242
Wykres 52. Czynniki ograniczające rozwój rynku funduszy nieruchomości w Polsce.....	243

Aneks

Pytania kwestionariusza ankiety wykorzystanego w badaniu perspektyw rozwoju rynku funduszy nieruchomości w Polsce.

CZĘŚĆ I – RYNEK KAPITAŁOWY

1. Jak ocenia Pani/Pan polski rynek kapitałowy ze względu na poszczególne cechy? (skala 1-5)

Cecha/skala	1	2	3	4	5
Innowacyjność (<i>nowe instrumenty, nowe technologie, integracja z innymi rynkami</i>)	1	2	3	4	5
Konkurencyjność (<i>atrakcyjność w stosunku do innych rynków</i>)	1	2	3	4	5
Efektywność (<i>istniejące struktury i ramy funkcjonowania GPW</i>)	1	2	3	4	5
Poziom rozwoju (<i>wielkość, głębokość, płynność</i>)	1	2	3	4	5
Płynność (<i>szybkość realizowania transakcji, wolumen obrotów, aktywność inwestorów</i>)	1	2	3	4	5
Rzetelność (<i>sposób i tryb przekazywania informacji od emitentów do opinii publicznej</i>)	1	2	3	4	5
Przejrzystość (<i>sposób zawierania transakcji, dostępność informacji, zasady działania</i>)	1	2	3	4	5

2. Jaki ze scenariuszy rozwoju polskiego rynku kapitałowego przez najbliższe 5 lat wydaje się najbardziej prawdopodobny?

(1-najbardziej prawdopodobny, 5-najmniej prawdopodobny)

Wzmocnienie i budowa międzynarodowej pozycji rynku kapitałowego w Polsce poprzez wprowadzenie usprawnień funkcjonalnych oraz rozszerzenie oferty dostępnych produktów inwestycyjnych.	
Kryzys finansowy będzie miał długookresowy wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce, m.in. poprzez wprowadzenie nadzoru nad ryzykiem podejmowanym przez instytucje finansowe oraz instrumenty finansowe.	
Rynek kapitałowy będzie się charakteryzował wyższym stopniem formalizacji oraz ograniczoną skłonnością do innowacji.	
Trwająca integracja polskiego rynku kapitałowego z rynkiem europejskim oraz perspektywa wprowadzenia euro spowoduje poszerzenie zakresu świadczonych usług finansowych oraz spadku ich cen.	
Przyspieszenie integracji finansowej w wyniku przyjęcia euro przyniesie liczne zagrożenia, m.in. w postaci przenoszenia się kryzysów pomiędzy rynkami finansowymi różnych państw, głównie rynków słabo rozwiniętych i mało płynnych.	
Brak regulacji umożliwiających tworzenie nowych alternatywnych instrumentów rynku kapitałowego, co spowoduje spadek konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego i zahamuje jego rozwój.	
Wzrost roli rynku kapitałowego dla polskiej gospodarki oraz integracja z rynkiem europejskim i umocnienie jego pozycji jako stabilizatora wzrostu gospodarczego.	

3. Jakie czynniki w Polsce ograniczają rozwój rynku kapitałowego? (proszę uszeregować czynniki od najważniejszego -1 do najmniej ważnego - 8)

Brak pełnej integracji finansowej z rynkiem europejskim	
Niestabilność polityczna	
Wycofywanie spółek z obrotu giełdowego	
Słabo rozwinięta giełda	
Niewystarczający poziom formalizacji rynku, brak odpowiednich regulacji formalno – prawnych	
Niska jakość ofertowanych produktów inwestycyjnych	

Konkurencja ze strony innych rynków	
Fragmentacja rynku kapitałowego i związana z tym niska kapitalizacja i płynność	
Inne (jakie?, proszę wpisać).....	

4. Proszę wybrać 5 stymulatorów, które mogłyby wpłynąć pozytywnie na rozwój rynku kapitałowego w Polsce i uszeregować je nadając wartości od 1 – najważniejszy do 5 – najmniej.

Harmonizacja i liberalizacja regulacji prawnych	
Konkurencja ze strony innych rynków	
Obniżenie kosztów transakcyjnych cross – border	
Integracja z europejskim rynkiem kapitałowym	
Prywatyzacja giełdy	
Wprowadzenie euro	
Zmiany w polityce fiskalnej	
Inne (jakie?, proszę wpisać).....	

5. Jakie cechy instrumentów dostępnych na rynku kapitałowym są najbardziej istotne? (Proszę wybrać 5 cech, nadając im wartości od 1 – bardzo istotne do 5 – najmniej istotne)

Płynność / zbywalność	
Minimalna wpłata początkowa	
Przewidywalność stopy zwrotu	
Poziom ryzyka inwestycyjnego	
Podzielność	
Złożoność	
Status podatkowy	
Przewidywalność	
Koszty dla inwestora	
Bariery wejścia / wyjścia	
Możliwość wyboru strategii inwestycyjnej o różnym poziomie zysku	

6. Jaki preferuje Pani/Pan udział poszczególnych instrumentów rynku kapitałowego w portfelu inwestycyjnym? (proszę rozdzielić między wybrane z poniższych instrumentów 100 pkt.)

Akcje lub fundusze akcji	
Obligacje lub fundusze obligacji	
Lokaty bankowe	
Listy zastawne	
Fundusze inwestycyjne	
Fundusze nieruchomości	
Surowce, dzieła sztuki	
Inne (jakie?, proszę wpisać).....	
SUMA	Σ = 100

7. Jaka cecha inwestycji jest ważniejsza? Proszę wybrać z każdej pary jedną cechę wpisując numer 1 lub 2 w kratce obok.

1. czas inwestycji – 2. przedmiot inwestycji	
1. czas inwestycji – 2. stopa zwrotu	
1. czas inwestycji – 2. ryzyko	
1. przedmiot inwestycji – 2. stopa zwrotu	
1. przedmiot inwestycji – 2. ryzyko	
1. stopa zwrotu – 2. ryzyko	

8. Jaki zakłada Pani/Pan horyzont czasowy inwestycji?

1-3 lata	
3-5 lat	
5-10 lat	
10-15	
Powyżej 15 lat	

9. Jaki jest główny cel inwestowania w wybrane instrumenty rynku kapitałowego? (proszę wybrać 5)

bezpieczeństwo finansowe rodziny	
zapewnienie przyszłości dzieciom	
ureczywistnienie marzeń	
edukacja dzieci	

dostatnia emerytura	
podróże	
dywersyfikacja portfela	
wakacje	
kupno samochodu	
zwiększenie dochodu z oszczędności	
zwiększenie efektywności portfela	
zabezpieczenie kapitału	
chęć wzbogacenia się	
presja otoczenia	
moda na inwestowanie	

CZĘŚĆ II – RYNEK FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI W POLSCE

(Dotyczy funduszy inwestycyjnych funkcjonujących zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku (Dz.U.Nr 146, poz. 1546 z późniejszymi zmianami))

1. Czy inwestował/a Pan/Pani w fundusze nieruchomości działające na polskim rynku kapitałowym? Proszę wpisać kod odpowiedzi do kratki, ① TAK ② NIE
-

2. Czy zamierza Pan/Pani zainwestować w przyszłości w fundusze nieruchomości? Proszę wpisać kod odpowiedzi do kratki, ① TAK ② NIE ③ NIE WIEM.....

Jeśli została wskazana odpowiedź pierwsza TAK, proszę przejść do pytania 4.

3. Proszę wskazać i uszeregować (nadając wartości od 1 – najważniejszy, do 5 – najmniej ważny) powody, przez które nie planuje Pan/Pani inwestowania w fundusze nieruchomości

Brak odpowiednich rodzajów funduszy	
Zbyt wysokie bariery wejścia (minimalna wartość inwestycji)	
Mała różnorodność oferowanych produktów	
Niska atrakcyjność względem innych form inwestowania na rynku kapitałowym	
Ograniczony dostęp do funduszy	
Niewystarczający stopień rozwoju tego sektora funduszy	
Niekorzystne warunki opodatkowania dochodów i zysków kapitałowych	
Niski stopień przewidywalności wyników inwestycyjnych	

Proszę przejść do pytania 5.

4. Jaka jest minimalna/maksymalna wartość inwestycji, którą zamierza Pan/Pani zainwestować w fundusze nieruchomości?

Poniżej 5 tys. PLN	
5 tys. PLN – 10 tys. PLN	
10,1 tys. PLN – 50 tys. PLN	
50,1 tys. PLN – 100 tys. PLN	
100,1 tys. PLN – 500 tys. PLN	
500,1 tys. PLN – 1 mln PLN	
powyżej 1.000.000 PLN	

5. Jaka konstrukcja funduszu nieruchomości ma największe szanse rozwoju na polskim rynku funduszy inwestycyjnych?

Otwarty specjalistyczny fundusz nieruchomości	
Zamknięty specjalistyczny fundusz nieruchomości	
Fundusz nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REIT)	

6. Jak ocenia Pan/Pani stopień konkurencyjności podanych form inwestowania na rynku kapitałowym w stosunku do działających na polskim rynku funduszy nieruchomości? (0 – brak konkurencji, 5 – bardzo silna konkurencja).

Krajowe fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego	
Portfele inwestycyjne oferowane przez firmy asset management	
Zagraniczne fundusze inwestycyjne dostępne w Polsce	
Fundusze pe/vc	

Fundusze hedgingowe	
Fundusze emerytalne	
Firmy ubezpieczeniowe	
Lokaty bankowe	

7. Jakie czynniki mogą stymulować rozwój funduszy nieruchomości w ciągu najbliższych 5 lat? Proszę wybrać 10, nadając wartości od 1-najmocniejszy stymulator, do 10-jansłabszy stymulator)

koniec kryzysu finansowego na globalnym rynku	
rozwój rynku nieruchomości	
nowe produkty inwestycyjne na rynku nieruchomości	
zwiększenie się grupy zamożnych inwestorów indywidualnych	
spadek atrakcyjności produktów oferowanych przez rynek kapitałowy	
standaryzacja rynku funduszy nieruchomości typu REIT w krajach członkowskich UE	
wzrost konkurencyjności ze strony funduszy alternatywnych	
Większy stopień dywersyfikacji portfeli funduszy nieruchomości	
uruchamiania towarzystw funduszy inwestycyjnych przez osoby fizyczne	
wzrost konkurencyjności pomiędzy funduszami krajowymi i zagranicznymi	
Możliwości realizowania skomplikowanych strategii inwestycyjnych	
ujednolicenie polskich przepisów prawa dotyczących funduszy inwestycyjnych i dostosowanie ich do wymogów dyrektywy unijnej UCITS	
możliwości tworzenia struktur funduszy typu REIT	
wprowadzenie zwolnienia z podatku dochodowego w przypadku funduszy typu REIT	
wzrost znajomości nowych instrumentów finansowych wśród inwestorów	
wydłużenie przez inwestora horyzontu czasowego inwestycji	
chęć inwestorów korzystania z zalet inwestowania na rynku nieruchomości, przy jednoczesnym niewielkim zaangażowaniu finansowym	
Poszukiwanie atrakcyjnych form inwestowania przez zamożnych i o niewielkiej skłonności do ryzyka inwestorów indywidualnych	

8. Jakie czynniki mogą ograniczać rozwój funduszy nieruchomości w ciągu najbliższych 5 lat? Proszę wybrać 10, nadając wartości od 1-najmocniejszy stymulator, do 10-jansłabszy wpływ).

ryzyko niskiej płynności niektórych papierów wartościowych, w tym certyfikatów inwestycyjnych	
niestabilna sytuacja makroekonomiczna Polski	
niestabilna sytuacja makroekonomiczna krajów UE	
ryzyko dekonstrukcji na rynku nieruchomości	
nadmierne ograniczenia inwestycyjne ze strony państwa	
silna konkurencja ze strony funduszy alternatywnych, np. hedgingowych	
wzrost konkurencyjności ze strony funduszy rynku pieniężnego	
ograniczony dostęp do produktów inwestycyjnych będących w zakresie zainteresowania funduszy nieruchomości	
niechęć inwestorów do długoterminowego inwestowania i obrotu certyfikatami na giełdzie	
brak historii notowań	
niewielkie doświadczenie towarzystw funduszy inwestycyjnych w sektorze funduszy nieruchomości	
istniejące ograniczenia legislacyjne utrudniające tworzenie nowych form funduszy nieruchomości	
brak możliwości tworzenia funduszy typu REIT	
brak zachęt podatkowych, m.in. zwolnienia z podatku dochodowego	
Szczegółowe uregulowania ustawowe co do funkcjonowania funduszy nieruchomości, mogą ograniczyć elastyczność w działaniu i organizacji	
ograniczenia finansowe związane z przystąpieniem do funduszu	
niski poziom świadomości społecznej	
lęk przed nowymi formami lokowania kapitału	
konserwatywne nastawienie inwestorów do inwestowania w fundusze inwestycyjne	

9. Proszę ustosunkować się do poniższych sformułowań.

	Zgadzam się	Nie zgadzam się	Nie mam zdania
Atrakcyjność inwestowania w fundusze nieruchomości w Polsce wobec tradycyjnych sposobów inwestowania jest bardzo wysoka.			

Rynek funduszy nieruchomości w Polsce w ciągu ostatnich 5 lat był bardzo dynamiczny.			
--	--	--	--