



Krzysztof Kowalke

Uniwersytet Gdański
Wydział Zarządzania
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
krzysztof.kowalke@ug.edu.pl

Paula Swyd

Uniwersytet Gdański
Wydział Zarządzania
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
s.paulaaa27@gmail.com

DZIAŁALNOŚĆ FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH REIT W STANACH ZJEDNOCZONYCH W KONTEKŚCIE POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Streszczenie: Alokacja środków za pomocą funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości cieszy się coraz większą popularnością wśród inwestorów na świecie. Najpopularniejszymi funduszami tego typu są REIT, a największym rynkiem – rynek amerykański. Również w Polsce funkcjonują fundusze inwestycyjne, które inwestują na rynku nieruchomości. Nasz rynek jest jednak słabo rozwinięty. Brakuje na nim chociażby wspomnianych REIT. W tej kwestii może się jednak coś zmienić. Pod koniec 2018 roku kończył się bowiem proces legislacyjny związany z ustawą, która ma umożliwić powstawanie tego typu funduszy. Celem pierwszej części artykułu jest analiza i ocena amerykańskiego rynku funduszy REIT. Ukazano w niej specyfikę działalności funduszy, a także stopy zwrotu, jakie one wypracowały w latach 2010-2017. W drugiej części artykułu przeanalizowano i oceniono polski rynek funduszy nieruchomości w kontekście głównych założeń przygotowywanej ustawy regulującej działalność funduszy REIT w klasycznej formie. Ostatnim elementem artykułu będzie przedstawienie przyczyn zapotrzebowania na stworzenie ram prawnych dla funkcjonowania polskich funduszy inwestycyjnych typu REIT.

Słowa kluczowe: REIT, fundusze inwestycyjne, polski rynek nieruchomości.

JEL Classification: G23.

Wprowadzenie

Nieruchomości towarzyszyły nam od zawsze, jednak z biegiem czasu zaczęły pełnić coraz więcej funkcji. Początkowo stanowiły miejsce zamieszkania lub prowadzenia działalności gospodarczej. Obecnie, w gospodarce wolnoryn-

kowej, są także przedmiotem inwestycji [Sitek, 2013, s. 11]. Jedną z możliwych form alokacji kapitału na tym rynku jest powierzenie środków funduszom inwestycyjnym rynku nieruchomości [Jajuga, Jajuga, 2010, s. 375]. Są to fundusze inwestycyjne, które minimum 80% swoich aktywów angażują bezpośrednio lub pośrednio w nieruchomości [Mikita, Pełka, 2009, s. 97].

Największym rynkiem funduszy inwestycyjnych nieruchomości jest rynek amerykański, gdzie utworzono pierwsze fundusze inwestycyjne typu REIT (Real Estate Investment Trust). Również w Polsce funkcjonują fundusze inwestycyjne alokujące kapitał na rynku nieruchomości. Polski rynek jest jednak stosunkowo słabo rozwinięty. Nie funkcjonują na nim, w klasycznej postaci, fundusze inwestycyjne typu REIT, gdyż brakuje odpowiednich uwarunkowań prawnych. Jednak w 2018 roku były finalizowane prace nad ustawą, której wejście w życie pozwoli na uregulowanie funkcjonowania REIT w Polsce oraz umożliwi dynamiczny rozwój tej formy alokacji kapitału.

Celem pierwszej części artykułu jest analiza i ocena amerykańskiego rynku funduszy REIT. Ukazano w niej specyfikę działalności funduszy, a także stopy zwrotu, jakie one wypracowały w latach 2010-2017. W drugiej części artykułu przeanalizowano i oceniono polski rynek funduszy nieruchomości w kontekście głównych założeń przygotowywanej ustawy regulującej działalność funduszy REIT w klasycznej formie. Ostatnim elementem artykułu będzie przedstawienie przyczyn zapotrzebowania na stworzenie ram prawnych dla funkcjonowania polskich funduszy inwestycyjnych typu REIT.

1. Fundusze inwestycyjne typu REIT

1.1. Istota działalności funduszy inwestycyjnych REIT w USA

Na światowym rynku nieruchomości podstawowymi funkcjonującymi funduszami nieruchomości są REIT. Są one rodzajem zamkniętych funduszy inwestycyjnych. Pierwsze tego typu instytucje powstały w latach 60. XX wieku w Stanach Zjednoczonych. Ich status podatkowy spowodował, że zyskały dużą popularność na świecie. Stało się tak ze względu na przepisy prawa, które zezwalają na odliczanie wysokości dywidendy od podstawy opodatkowania [Chan, Erickson, 2003, s. 9]. Fakt ten spowodował, iż fundusze te niemal całość zysków wypłacają swoim udziałowcom w postaci dywidend.

W USA, aby fundusz został zakwalifikowany jako REIT, musi [Wiśniewska, 2008, s. 65]: być instytucją płacącą podatek od osób prawnych; dysponować

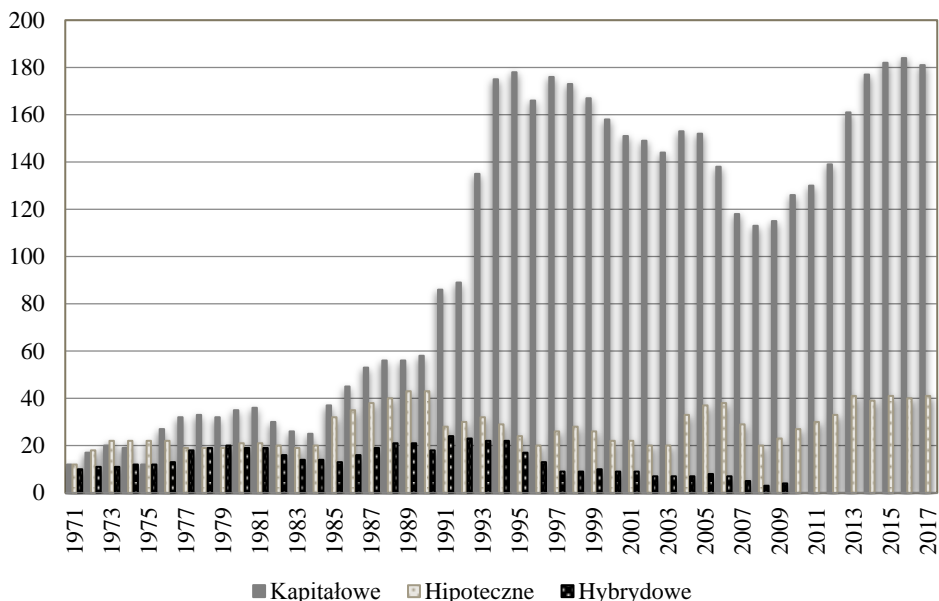
w pełni wymienialnymi akcjami; być kierowany przez radę dyrektorów; wypłacać co najmniej 90% zysku brutto w postaci dywidendy; zrzeszać minimum 100 inwestorów (lecz 50% udziałów musi być w rękach przynajmniej 5 inwestorów); angażować co najmniej 75% aktywów w nieruchomości; inwestować maksymalnie 20% majątku w spółki-córki podlegające normalnemu opodatkowaniu; otrzymywać minimum 75% zysków z najmu oraz odsetek od hipotek.

Ponieważ REIT są funduszami zamkniętymi, ich certyfikaty inwestycyjne są kupowane i sprzedawane tak samo, jak tytuły uczestnictwa pozostałych funduszy zamkniętych. Niektóre certyfikaty są notowane na nowojorskiej giełdzie, innymi obraca się na rynkach pozagiełdowych. Oznacza to dużą łatwość w sprzedaży tytułów uczestnictwa i wiąże się ze znacznie wyższą płynnością niż w przypadku innych inwestycji w nieruchomości [Mayo, 2014, s. 245]. Ponadto ze względu na dużą dywersyfikację nieruchomości, w które inwestują, zarówno sektorową, jak i geograficzną, należą one do stosunkowo bezpiecznych form inwestycji w nieruchomości [Adamczyk, 2017, s. 109].

Fundusze inwestycyjne typu REIT występujące na rynku amerykańskim można podzielić ze względu na kryterium przedmiotowe na [Chan, Erickson, 2003, s. 17]: *Equity* REIT – REIT kapitałowe; *Mortgage* REIT – REIT hipoteczne; *Hybrid* REIT – REIT mieszane.

REIT kapitałowe są najstarszą i najczęściej występującą formą funduszy na rynku amerykańskim. Wynajmują one i eksploatują wcześniej zakupione budynki, dzięki czemu otrzymują czynsze, które stanowią źródło ich periodycznych dochodów. Natomiast REIT hipoteczne inwestują w nieruchomości pośrednio. Czerpią zyski z odsetek od udzielanych kredytów i pożyczek zabezpieczanych nieruchomościami. Nabywają także papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Nie są one właścicielami nieruchomości, ich własność stanowią jedynie zobowiązania o ustalonej wcześniej wysokości. Ostatnie z wymienionych, fundusze hybrydowe, mają charakter mieszany. Łączą w sobie cechy wcześniej omówionych funduszy [Kowalke, 2012, s. 200].

Fundusze inwestycyjne REIT na rynku amerykańskim rozwijają się dynamicznie. W 1975 roku funkcjonowały 34 fundusze o kapitalizacji 1,5 mld USD. Od tego czasu ich ilość i kapitalizacja systematycznie rosły. Na koniec 2017 roku kapitalizacja 222 funduszy wyniosła rekordowe 1 133,7 mld dolarów [www 7]. Strukturę rynku REIT w latach 1971-2017 zaprezentowano na rys. 1.

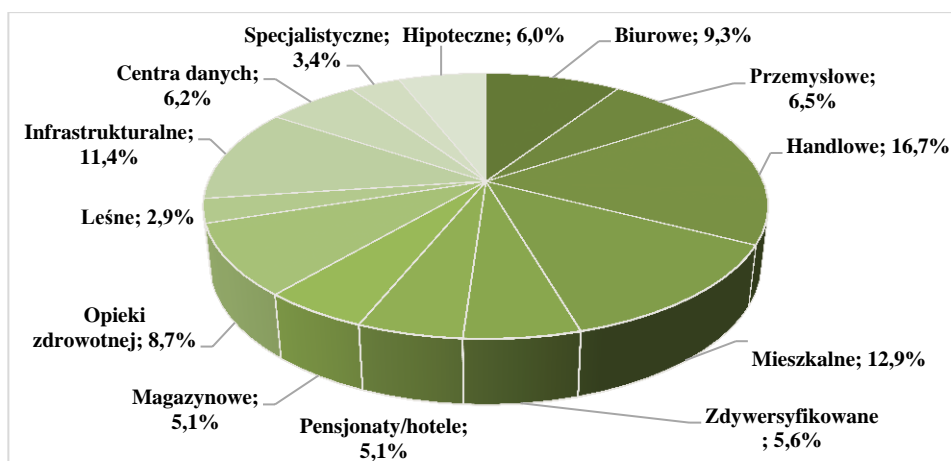


Rys. 1. Liczba poszczególnych rodzajów REIT w Stanach Zjednoczonych w latach 1971-2017

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 7].

W początkowej fazie działalności REIT na rynku amerykańskim dominowały fundusze hipoteczne. W 1975 roku relacja liczby funduszy hipotecznych do wszystkich funduszy wynosiła 48%. W kolejnych latach systematycznie wzrosła popularność REIT kapitałowych. Na koniec 2017 roku funkcjonowało 181 REIT kapitałowych (o kapitalizacji 1 066 mld USD), co stanowiło 81,5% wszystkich funduszy oraz 41 REIT hipotecznych (68 mld USD). Fundusze hybrydowe już nie funkcjonują. Ostatnie tego typu instytucje zlikwidowano w 2010 roku.

Fundusze REIT lokują kapitał w różne kategorie nieruchomości, np. budynki mieszkalne, hotele, biurowce czy centra handlowe. Instytucje tego rodzaju specjalizują się jednak najczęściej w finansowaniu jednego rodzaju nieruchomości. Niektóre zajmują się inwestowaniem za granicą, inne na terenie całego kraju. Są też takie, które ograniczają się do regionu [Gabryelczyk, Ziarko-Siwek, 2009, s. 136]. Na rysunku 2 przedstawiono strukturę inwestycji w poszczególne kategorie nieruchomości na rynku amerykańskim.



Rys. 2. Rodzaje nieruchomości, w które inwestują fundusze REIT w USA na dzień 31.12.2017 roku (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 7].

Z powyższego wykresu wynika, że fundusze REIT w USA za przedmiot inwestowania najczęściej wybierały nieruchomości handlowe. Według danych na dzień 31.12.2017 roku aktywa te stanowiły 16,7% wszystkich nieruchomości, w które inwestowały REIT. Często REIT angażowały swoje środki w nieruchomości mieszkaniowe (12,9%) oraz infrastrukturalne (11,4%). Sporadycznie natomiast dochodziło do inwestycji w nieruchomości leśne i specjalistyczne. Stopień ich zaangażowania w ogólnej strukturze REIT wynosił odpowiednio 2,9% oraz 3,4%.

1.2. Charakterystyka największych REIT na rynku amerykańskim

W Stanach Zjednoczonych REIT stanowią ważną część gospodarki, społeczności lokalnych i portfeli inwestorów. Wartość ich nieruchomości jest szacowana na ponad 3 bln USD, a w portfelu znajduje się około 511 tysięcy nieruchomości. W USA REIT są niezwykle popularne – za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych i emerytalnych inwestuje w nie około 80 milionów Amerykanów [www 8].

W tabeli 1 ukazano charakterystykę dziesięciu największych REIT działających na rynku amerykańskim. Ich łączna kapitalizacja na koniec 2017 roku wyniosła około 362,5 mld USD, co stanowiło 32% całkowitej kapitalizacji REIT na rynku amerykańskim [www 9].

Tabela 1. Charakterystyka dziesięciu największych pod względem kapitalizacji REIT na rynku amerykańskim według stanu na 31.12.2017 roku (mld USD)

Nazwa REIT	Kapitalizacja (USD)	Rynek	Sektor nieruchomości	Opis
American Tower Corporation	60,6 mld	NYSE	infrastrukturalne	Fundusz ten zarządza i oferuje przestrzeń radiową na ponad 140 tysiącach wież nadawczych, telekomunikacyjnych oraz rozproszonych systemów antenowych
Simon Property Group	53,6 mld	NYSE	handlowe	Jest posiadaczem i zarządcą największej ilości centrów handlowych, galerii handlowych, outletów i butików
Crown Castle International Corp.	44,7 mld	NYSE	infrastrukturalne	Jest on jednym z największych dostawców usług transmisji danych i bezprzewodowych usług komunikacyjnych
Public Storage	36,3 mld	NYSE	magazynowe	Zajmuje się obsługą ponad 2570 nieruchomości magazynowych w Stanach Zjednoczonych i Europie
Equinix, Inc.	35,3 mld	NASDAQ	centra danych	Prowadzi centra danych, gdzie dostawcy usług i treści internetowych mogą zamieszczać swoje urządzenia, tym samym łącząc sieci i operacje
Prologis, Inc.	34,2 mld	NYSE	przemysłowe	Działa jako zarządca i właściciel nieruchomości logistycznych. Posiada w portfelu głównie centra dystrybucji, magazyny i inne nieruchomości związane z logistyką
Weyerhaeuser Company	26,5 mld	NYSE	leśne	Zajmuje się produkcją drewna iglastego oraz materiałów budowlanych (głównie drewnianych)
AvalonBay Communities, Inc.	24,6 mld	NYSE	mieszkalne	Jego działalność polega na kupnie budynku, poddaniu go modernizacji lub remontowi i eksploatacji. Specjalizuje się w ekskluzywnych nieruchomościach
Welltower, Inc.	23,4 mld	NYSE	opieki zdrowia	Fundusz inwestuje w infrastrukturę opieki zdrowotnej i opieki nad osobami starszymi
Equity Residential	23,3 mld	NYSE	mieszkalne	Posiada w swoim portfelu około 300 wspólnot mieszkaniowych, w których znajduje się około 79 tysięcy nieruchomości pod wynajem

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 5] oraz stron internetowych poszczególnych funduszy.

Największym amerykańskim funduszem REIT jest American Tower Corporation. Zajmuje się on zarządzaniem przestrzeniami nadawczymi na wieżach telekomunikacyjnych. Jego wartość rynkowa na koniec 2017 roku wynosiła 60,6 mld USD. Drugim z największych jest Simon Property Group (53,6 mld zł) działający na rynku nieruchomości handlowych. Należy podkreślić, że dziewięć z przedstawionych REIT na rynku amerykańskim jest notowanych na giełdzie w Nowym Jorku, natomiast jeden, Equinix, Inc., na rynku NASDAQ.

1.3. Stopy zwrotu i ryzyko inwestycji w amerykańskie fundusze REIT

Inwestowanie w amerykańskie fundusze REIT w latach 2010-2017 przynosiło stosunkowo atrakcyjne stopy zwrotu. Świadczą o tym chociażby dane zawarte w tabeli 2.

Tabela 2. Poziom stóp zwrotu indeksu GPR REIT Americas w latach 2010-2017

Wyszczególnienie	Stopa zwrotu w latach 2010-2017	Średnia arytmetyczna roczna stopa zwrotu	Średnia geometryczna roczna stopa zwrotu
GPR 250 Americas REIT Index	156,57%	12,99%	11,93%
S&P 500	139,76%	12,50%	11,55%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 3] i [www 4].

W latach 2010-2017 indeks GPR REIT, zawierający jedynie fundusze inwestycyjne REIT działające na rynku amerykańskim, zyskał na wartości 156,57%. Wypracował więc wyższą całkowitą stopę zwrotu niż indeks akcji S&P500, którego wartość wzrosła o 139,76%. Zaprezentowane całkowite stopy zwrotu przełożyły się na średnie roczne stopy zwrotu, które wyniosły dla indeksu GPR REIT i S&P 500 odpowiednio 11,93% i 11,55% (średnia geometryczna¹). Można więc stwierdzić, że alokacja kapitału w fundusze REIT stanowiła atrakcyjną alternatywę dla inwestycji na szerokim rynku akcji. Warto w tym miejscu jednak wspomnieć, iż podczas ostatniego kryzysu finansowego w latach 2007-2009 fundusze REIT straciły na wartości więcej niż rynek akcji. Trzeba bowiem pamiętać, iż instrumenty te łączą w sobie dwa rynki – rynek nieruchomości oraz rynek kapitałowy. Fakt ten może powodować większą wrażliwość tych instrumentów finansowych na zmiany koniunktury [Mazurczak, 2013, s. 69 i 80].

¹ Przewagą średniej geometrycznej nad arytmetyczną jest uwzględnianie stopy zwrotu z całego okresu inwestycji, a nie jedynie stóp zwrotu z podokresów, w tym przypadku rocznych [Jajuga, Jajuga, 2010, s. 175].

Kolejnym elementem, jaki zostanie zaprezentowany, będą stopy zwrotu amerykańskich funduszy REIT z podziałem na sektory. Przedstawiono je w tabeli 3.

Tabela 3. Poziom rocznych stóp zwrotu amerykańskich funduszy inwestycyjnych typu REIT z podziałem ze względu na rodzaj nieruchomości, w które inwestowały w latach 2010-2017

Rodzaj nieruchomości	Średnia arytmetyczna stopa zwrotu w latach 2010-2017	Średnia geometryczna stopa zwrotu w latach 2010-2017
Biurowe	10,24%	9,91%
Przemysłowe	15,92%	15,25%
Handlowe	12,82%	12,02%
Mieszkalne	16,41%	15,26%
Zdywersyfikowane	10,00%	9,56%
Opieki zdrowotnej	9,81%	9,01%
Pensjonaty/hotele	13,47%	11,19%
Leśne	12,05%	11,35%
Infrastrukturalne	17,34%	16,72%
Magazynowe	20,20%	19,09%
Specjalistyczne	11,62%	11,36%
Centra danych	18,79%	18,13%
Hipoteczne	11,22%	10,50%
Średnia	13,84%	13,03%
Mediana	12,82%	11,36%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 7].

Przyjmując stopy zwrotu jako główne kryterium decydujące o alokacji kapitału, najbardziej opłacalne w badanym okresie były inwestycje w nieruchomości magazynowe. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu w latach 2010-2017 wyniosła 20,20%, natomiast geometryczna 19,09%. Korzystne było również powierzenie środków finansowych REIT alokujących kapitał w centra danych i infrastrukturę. Ich średnia stopa zwrotu kształtowała się na poziomie 16,7-18,8%. Najniższe stopy zwrotu można było uzyskać, inwestując w REIT biurowe, zdywersyfikowane i opieki zdrowotnej. Ich średnia stopa zwrotu kształtowała się w przedziale 9-10,3%.

Na potrzeby niniejszego artykułu przeanalizowano także stopy zwrotu i ryzyko inwestycyjne dziesięciu największych funduszy REIT działających na rynku amerykańskim, które zostały scharakteryzowane w poprzednim podpunkcie. W pierwszej kolejności przedstawiono stopy zwrotu, jakie przyniosły poszczególne fundusze w całym okresie objętym analizą. Zostały one zaprezentowane w tabeli 4.

Tabela 4. Poziom stóp zwrotu 10 największych amerykańskich funduszy REIT w latach 2010-2017

Nazwa REIT	Stopa zwrotu z całego okresu	Średnia arytmetyczna roczna stopa zwrotu	Średnia geometryczna roczna stopa zwrotu
American Tower	266,05%	18,23%	17,61%
Simon Property Group	197,94%	15,62%	14,62%
Crown Castle International Corp.	225,40%	17,26%	15,89%
Public Storage	232,76%	17,41%	16,22%
Equinix, Inc.	392,55%	26,95%	22,06%
Prologis	234,30%	17,12%	16,28%
Weyerhaeuser	3,93%	5,74%	0,48%
AvalonBay Communities	179,44%	15,09%	13,71%
Welltower	101,51%	10,38%	9,15%
Equity Residential	171,49%	15,33%	13,30%
Średnia dla 10	200,54%	15,91%	13,93%
S&P 500	139,76%	11,93%	11,55%
GPR 250 Americas REIT Index	156,57%	12,99%	12,50%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 3] i [www 4].

Na podstawie analizy danych zawartych w tabeli 4 można zauważyć, iż spośród analizowanych funduszy Equinix, Inc. w latach 2010-2017 osiągnął najwyższą stopę zwrotu na poziomie 392,55%, podczas gdy inwestycja w indeks S&P w tym samym czasie wygenerowała stopę zwrotu w wysokości 139,76%. Najniższą stopę zwrotu spośród analizowanych funduszy wypracował natomiast fundusz Weyerhaeuser na poziomie 3,93%. Warto podkreślić, że z 10 największych funduszy w latach 2010-2017 tylko dwa – wspomniany Weyerhaeuser oraz Welltower – wypracowały stopę zwrotu niższą od indeksu funduszy REIT oraz szerokiego indeksu akcji S&P 500.

Szacunki przeciętnych rocznych stóp zwrotu ukazały, że wspomniany fundusz Equinix, Inc. przyniósł swoim udziałowcom średni roczny zwrot na poziomie 22,06% (średnia geometryczna). Warto w tym miejscu wspomnieć, iż fundusz ten zajmuje się inwestycjami w centra danych. Stosunkowo wysoką stopę zwrotu, przekraczającą 15% rocznie, przyniosły również fundusze American Tower (17,61%), Prologis (16,28%), Public Storage (16,22%) i Crown Castle International Corp. (15,89%). Natomiast najniższą stopę zwrotu, na poziomie 0,48%, wygenerował Weyerhaeuser inwestujący w nieruchomości leśne.

W celu dokonania oceny zmienności cen udziałów funduszy REIT oszacowano miesięczne stopy zwrotu, dla których obliczono odchylenie standardowe oraz współczynnik zmienności (tabela 5).

Tabela 5. Poziom miesięcznych stóp zwrotu 10 największych amerykańskich funduszy REIT oraz miary ryzyka w latach 2010-2017

Nazwa REIT	Średnia arytmetyczna stopa zwrotu	Średnia geometryczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
American Tower	1,47%	1,36%	4,69%	319,37%
Simon Property Group	1,28%	1,14%	5,32%	415,01%
Crown Castle International Corp.	1,33%	1,24%	4,44%	333,34%
Public Storage	1,40%	1,26%	5,30%	379,58%
Equinix, Inc.	1,89%	1,67%	6,65%	351,26%
Prologis	1,48%	1,27%	6,54%	442,67%
Weyerhaeuser	0,53%	0,04%	8,98%	1696,46%
AvalonBay Communities	1,23%	1,08%	5,56%	453,65%
Welltower	0,88%	0,73%	5,38%	614,54%
Equity Residential	1,17%	1,05%	5,10%	435,18%
Średnia dla 10	1,27%	1,08%	5,80%	544,10%
S&P 500	0,97%	0,92%	3,45%	354,45%
GPR 250 Americas REIT Index	1,08%	0,99%	4,49%	413,42%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 7].

Przekładając stopy zwrotu osiągnięte w całym okresie na miesięczne stopy zwrotu, można zauważyć, że fundusz Equinix, Inc. wypracował miesięczną geometryczną stopę zwrotu na poziomie 1,67%, American Tower 1,36%, a Prologis 1,27%. Natomiast fundusze Weyerhaeuser i Welltower wypracowały średnie miesięczne stopy zwrotu na poziomie odpowiednio 0,04% i 0,73%.

Najwyższe ryzyko mierzone odchyleniem standardowym towarzyszyło inwestycji w fundusz Weyerhaeuser (8,98%). Był to fundusz, o czym już wspomniano, o najniższej stopie zwrotu w badanym okresie. Drugie miejsce przypadło natomiast funduszowi Equinix, Inc. (6,72%), który wypracował z kolei najwyższą stopę zwrotu. Najniższe ryzyko odnotowano przy inwestycji w fundusz Crown Castle International Corp. (4,44%) i American Tower (4,69%).

Rozpatrując otrzymane wyniki pod względem współczynnika zmienności, najkorzystniejszą wartość tej miary posiadały fundusze: American Tower (319,37%), Crown Castle International Corp. (333,34%) i Equinix, Inc. (351,26%). Należy podkreślić, że fundusz American Tower i Equinix, Inc. należały do funduszy o najwyższych stopach zwrotu w badanym okresie. Najbardziej zróżnicowany, a tym samym najmniej korzystny pod względem inwestycji okazał się fundusz Weyerhaeuser, którego współczynnik zmienności wynosił 1696,46%. Tak wysoka wartość tej miary była głównie spowodowana bardzo niską stopą zwrotu wypracowaną przez fundusz. Ponadto stosunkowo wysoką wartość współczynnika zmienności posiadał fundusz Welltower – 614,54%.

Ostatni element tej części artykułu będzie stanowić prezentacja miar efektywności inwestycji w fundusze inwestycyjne typu REIT. W tabeli 6 przedstawiono poziomy współczynników Jensena, Treynora i Sharpe'a dla analizowanych funduszy rynku amerykańskiego.

Tabela 6. Poziom współczynników Jensena, Treynora i Sharpe'a dla 10 największych amerykańskich funduszy REIT w latach 2010-2017

Nazwa REIT	Współczynnik Jensena	Współczynnik Treynora	Współczynnik Sharpe'a
American Tower	0,97%	3,31%	27,00%
Simon Property Group	0,49%	1,41%	20,33%
Crown Castle International Corp.	0,87%	3,37%	25,46%
Public Storage	0,67%	1,77%	22,55%
Equinix, Inc.	1,03%	1,97%	25,41%
Prologis	0,24%	0,95%	19,54%
Weyerhaeuser	-0,55%	0,29%	3,70%
AvalonBay Communities	0,50%	1,51%	18,44%
Welltower	0,31%	1,44%	12,57%
Equity Residential	0,51%	1,62%	19,05%
Średnia dla 10	0,50%	1,76%	19,40%
S&P 500	0,00%	0,78%	22,53%
GPR 250 Americas REIT Index	0,27%	1,11%	19,75%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 7].

Poddając analizie miary efektywności inwestycji, można zauważyć, że pod względem wskaźnika Jensena najbardziej atrakcyjne były fundusze Equinix, Inc. (1,03%), American Tower (0,97%) oraz Crown Castle International Corp. (0,87%). Były to te same fundusze, które posiadały najbardziej atrakcyjne współczynniki zmienności. Najniższy poziom tej miary posiadał fundusz Weyerhaeuser (-0,55%). Był to jedyny fundusz, którego wskaźnik Jensena był ujemny. Ponadto stosunkowo niską wartość wskaźnika, niższą od oszacowanej dla indeksu GPR REIT (0,27), posiadał fundusz Prologis (0,24) i Welltower (0,31%).

Większość wyciągniętych konkluzji na podstawie wskaźnika Jensena znalazła potwierdzenie przy analizie wskaźnika Treynora, który ukazuje dodatkową stopę zwrotu na jednostkę ryzyka systematycznego. Najwyższy poziom tej miary posiadały fundusze: Crown Castle International Corp. (3,37%), American Tower (3,31%) i Equinix, Inc. (1,97%). Były to te same fundusze, które miały najwyższy poziom współczynnika Jensena. Spośród wszystkich funduszy tylko dwa cechowały się niższym poziomem tej miary niż indeks S&P 500 (0,78%) i GPR 250 Americas REIT (1,11%). Były to fundusze Weyerhaeuser (0,29%) i Prologis (0,95%).

Ostatnim ze wskaźników, jaki przeanalizowano, był wskaźnik Sharpe'a ukazujący dodatkową stopę zwrotu na jednostkę ryzyka całkowitego [Francis, Taylor, 2001, s. 449]. Ponownie najwyższą wartość tego wskaźnika posiadały fundusze American Tower (27%), Crown Castle International Corp. (25,46%) i Equinix, Inc. (25,41%), natomiast najniższą fundusze Weyerhaeuser (3,7%) i Welltower (12,57%). Należy podkreślić, że spośród analizowanych 10 największych funduszy na rynku amerykańskim, tylko dla 4 oszacowany wskaźnik Sharpe'a miał wartość wyższą niż wskaźnik obliczony dla indeksu S&P500, natomiast dla 5 był wyższy od oszacowanego dla indeksu GPR 250 REIT Americas.

2. Polski rynek funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości

2.1. Specyfika polskiego rynku funduszy nieruchomości

Na polskim rynku funkcjonują dwa rodzaje funduszy inwestycyjnych, które alokują środki na rynku nieruchomości. Są to otwarte fundusze inwestycyjne i zamknięte fundusze inwestycyjne. Pierwsze z nich funkcjonują na podobnych zasadach, co inne fundusze inwestycyjne otwarte. Różnica pomiędzy typowymi funduszami otwartymi a funduszami zamkniętymi rynku nieruchomości polega na tym, iż te drugie alokują środki w instrumenty finansowe powiązane z rynkiem nieruchomości, czyli np. akcje i obligacje spółek deweloperskich, spółek budowlanych czy też producentów materiałów budowlanych. Oznacza to, iż inwestują one w sposób pośredni na rynku nieruchomości. Dużą ich zaletą jest wysoka płynność oraz szeroki dostęp dla inwestorów [Szelągowska, 2008, s. 45-63]. Drugą grupę funduszy stanowią fundusze inwestycyjne zamknięte. Inwestują one bezpośrednio na rynku nieruchomości. Można wyróżnić dwa rodzaje tego typu funduszy: fundusze inwestycyjne zamknięte o charakterze publicznym i fundusze inwestycyjne o charakterze niepublicznym. Certyfikaty inwestycyjne pierwszego rodzaju funduszy są notowane na giełdzie, przez co dostęp do informacji o nich jest szeroki. Natomiast certyfikaty funduszy niepublicznych są oferowane wąskiej grupie inwestorów i z tego powodu dostęp do informacji o nich jest ograniczony [Kowalke, 2012, s. 199]. W dalszych analizach skoncentrowano uwagę na funduszach zamkniętych o charakterze publicznym. Ich charakterystyka została zaprezentowana w tabeli 7.

Tabela 7. Charakterystyka zamkniętych, publicznych funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości działających na polskim rynku w latach 2004-2017

Nazwa	Wartość emisji	Data utworzenia	Stopa zwrotu od utworzenia	Średnia roczna geometryczna stopa zwrotu w latach 2004-2017
Arka FN zlikwidowany	339,5 mln zł	05.2004	-29,01%	-3,07%
Skarbiec RN zlikwidowany	89 mln zł	10.2004	-14,51%	-1,11%
BPH SN zlikwidowany	330,6 mln zł	08.2005	-99,22%	-31,13%
Arka FN 2 zlikwidowany	209,8 mln zł	07.2008	-22,63%	-3,16%
BPH SN 2 zlikwidowany	74 mln zł	07.2008	16,68%	1,95%
Opera Terra zlikwidowany	4,5 mln zł	08.2008	-0,18%	-0,03%
Investor Property w likwidacji	14,3 mln zł	07.2010	-49,55%	-8,20%
IPOPEMA RM zlikwidowany	54 mln zł	12.2010	-23,77%	-4,42%
Średnia	139,46 mln zł	-	-27,77%	-6,15%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze stron internetowych poszczególnych funduszy (dostęp: 14.08.2018).

Pierwsze polskie fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości zostały utworzone w 2004 roku. W latach 2004-2017 powstało osiem tego rodzaju podmiotów. Większość z nich została już zlikwidowana. Jedyne fundusz, który jest w fazie likwidacji, to Investor Property. Ogólnie wartość emisji certyfikatów poszczególnych funduszy była na stosunkowo niskim poziomie. Średnia jej wartość wynosiła około 140 mln zł. Polskie fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości nie stanowiły opłacalnej formy alokacji kapitału. Większość z nich, oprócz funduszu BPH SN 2, przyniosła wysokie ujemne stopy zwrotu. Przykładowo certyfikaty BPH SN straciły na wartości aż 99,22%. Jedyne fundusz o dodatniej stopie zwrotu, wspomniany BPH SN 2, wypracował średnioroczną stopę zwrotu na poziomie 1,95%.

2.2. Perspektywy rozwoju polskich funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości – ustawa o firmach inwestujących w najem nieruchomości

Na polskim rynku, o czym już wspomniano, nie funkcjonują fundusze inwestycyjne REIT w czystej postaci. Działające fundusze zamknięte mają jednak wiele cech wspólnych z REIT, dlatego są zaliczane do grupy funduszy REIT-like

[Papież, 2011, s. 55-68]. Pod koniec 2018 roku w fazie końcowej był jednak proces legislacyjny związany z ustawą, która ma spowodować powstanie funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości na wzór klasycznych REIT. Poniżej pokrótce zostaną przedstawione najważniejsze jej założenia.

Ustawa o firmach inwestujących w najem nieruchomości miała wejść w życie 1.01.2019 roku [www 2], jednak nie została ona uchwalona w 2018 roku i nie jest przesądzone, kiedy ostatecznie zacznie obowiązywać. Jej projekt zakłada, że spółka, która chce posiadać statut firmy inwestującej w najem nieruchomości (F.I.N.N.), będzie musiała m.in. [Projekt ustawy..., 2018, art. 3, art. 7]:

- posiadać statut spółki publicznej;
- posiadać minimalny kapitał zakładowy w wysokości 50 mln zł;
- utrzymywać 80% wartości bilansowej aktywów w nieruchomościach mieszkalnych;
- uzyskiwać 90% przychodów z najmu nieruchomości mieszkalnych lub ich zbycia (jeżeli były one przez rok poprzedzający zbycie wynajmowane);
- uzyskiwać przychód z minimum 5 nieruchomości;
- utrzymywać wartość zobowiązań na poziomie nie wyższym niż 50% wartości bilansowej aktywów;
- wypłacać w formie dywidendy 90% zysków za poprzedni rok obrotowy.

Według projektu ustawy polskie REIT będą mogły inwestować jedynie w nieruchomości mieszkalne przeznaczone pod wynajem. W pierwotnym projekcie ustawy REIT miały inwestować jedynie w nieruchomości biurowe i magazynowe. Lobbing sektora nieruchomości sprawił, że katalog został poszerzony o nieruchomości mieszkalne. Ostatecznie jednak, po konsultacjach z NBP [Uwagi NBP..., 2017], postanowiono, że w pierwszej fazie polskie REIT będą mogły inwestować jedynie na rynku mieszkalnym. Natomiast jeżeli formuła się sprawdzi, to ustawodawca nie wyklucza rozszerzenia możliwości inwestycyjnych REIT o nieruchomości komercyjne [www 2].

Firmy inwestujące w najem nieruchomości będą miały uprzywilejowany charakter podatkowy. Podmioty te będą płaciły niższą, wynoszącą 8,5%, stawkę podatku dochodowego od osób prawnych. Będą nią opodatkowane dochody funduszy, przy obliczeniu których nie będą uwzględniane odpisy amortyzacyjne związane z wynajmowanymi nieruchomościami. Ponadto uprzywilejowani pod względem podatkowym będą także inwestorzy F.I.N.N. Dochody uzyskane przez REIT nie będą obciążone podatkiem od zysków kapitałowych. Zwolnienie to będzie dotyczyć zarówno inwestorów indywidualnych, jak i przedsiębiorstw płacących podatek CIT [Uzasadnienie do ustawy..., 2018, s. 1].

2.3. Przyczyny zapotrzebowania na stworzenie polskich funduszy inwestycyjnych typu REIT

Stworzenie ram prawnych i umożliwienie funkcjonowania funduszom inwestycyjnym typu REIT na polskim rynku wydaje się istotne zarówno dla polskiej gospodarki, szeroko pojętego rynku nieruchomości, którego potrzeby kapitałowe są duże, jak i dla inwestorów chcących alokować środki na rynku nieruchomości. Pojawienie się na rynku funduszy inwestycyjnych typu REIT przyczyni się do pojawienia się instrumentów finansowych o charakterze rentierskim. Fundusze, które będą chciały zachować swój uprzywilejowany charakter podatkowy, będą wypłacały minimum 90% zysków w formie dywidendy. Z tego tytułu inwestorzy będą mogli liczyć na regularne, rokroczne i stosunkowo wysokie przepływy gotówki, które będą stanowiły realną alternatywę dla lokat bankowych.

Polscy inwestorzy indywidualni, ze względu na wysokie wymagania kapitałowe, są często wykluczeni z możliwości czerpania zysków z inwestycji w nieruchomości komercyjne. Ostatnia propozycja ustawy dotycząca polskich REIT ogranicza ich możliwości inwestycyjne do nieruchomości mieszkalnych. Jeżeli jednak w przyszłości portfel inwestycyjny REIT zostanie rozszerzony o nieruchomości komercyjne, to REIT umożliwią wejście polskim inwestorom indywidualnym na ten rynek i czerpanie z tego tytułu korzyści.

Powstanie REIT powinno się również przyczynić do zwiększenia zaangażowania polskiego kapitału na rynku nieruchomości inwestycyjnych. Polski rynek charakteryzuje się jednym z najniższych wskaźników zaangażowania krajowego kapitału. Oscyluje on w przedziale od 3% do 7%. Dla porównania w Czechach wskaźnik ten wynosi około 30% [Berłowski, 2017; Felicki, 2018]. Rozwój rynku REIT może się przyczynić do zmniejszenia zależności polskiego rynku nieruchomości od inwestorów zagranicznych [Raport EY, 2017, s. 7].

Ostatnim elementem, na który należy zwrócić uwagę, jest możliwość finansowania przez REIT budownictwa mieszkaniowego, którego potrzeby kapitałowe są duże. Według szacunków polskiego rządu w Polsce brakuje około 2,5 mln mieszkań [www 6]. REIT mogą stanowić jedno z podstawowych źródeł finansowania tego rynku. Atrakcyjne stopy zwrotu, w porównaniu do oprocentowania depozytów, powinny zachęcić polskich inwestorów do transferu na rynek nieruchomości przynajmniej części z 767 mld złotych depozytów bankowych [www 1]. Powstanie REIT może się więc także przyczynić do zmiany struktury oszczędności Polaków. W Polsce w 2015 roku depozyty i gotówka stanowiły około 49%

wszystkich oszczędności i był to jeden z najwyższych wskaźników w Unii Europejskiej. Dla porównania w Szwecji, Danii i Holandii udział ten był najniższy w całej wspólnocie i wynosił odpowiednio 13,76%, 15,49% i 18,65% [Banaszczak-Soroka, 2018, s. 135-166].

Podsumowanie

Przeprowadzone na potrzeby artykułu analizy amerykańskiego rynku REIT wykazały, jak rozbudowany i prężnie się rozwijający jest to rynek. Świadczy o tym chociażby kapitalizacja rynku, która wzrosła w latach 2002-2017 z 162 mld USD do 1 134 mld USD. Ponadto rynek amerykański jest mocno zróżnicowany. Możliwości inwestycyjne amerykańskich REIT są szerokie. Pod względem nieruchomości, w jakie REIT alokują swoje środki, można wyróżnić 13 różnych rodzajów typów funduszy. Jeżeli chodzi o stopy zwrotu, to w analizowanym okresie były one stosunkowo wysokie. Świadczą o tym zarówno stopy zwrotu indeksu GPR 250 Americas REIT, jak i stopy zwrotu uzyskiwane przez 10 największych funduszy tego typu.

W kontekście polskiego rynku i przygotowywanej ustawy o polskich REIT wydaje się, że ograniczenie możliwości inwestycyjnych jedynie do nieruchomości mieszkalnych może ograniczyć rozwój polskiego rynku REIT. Szerokie możliwości inwestycyjne REIT, tak jak na rynku amerykańskim, mogłyby być szansą dla inwestorów na czerpanie korzyści z często niszowych podsektorów rynku nieruchomości, jak również dla tych podsektorów na przyspieszenie rozwoju. Warto w tym miejscu przypomnieć, że na rynku amerykańskim w analizowanym okresie najbardziej efektywne były bardzo specjalistyczne fundusze American Tower, Crown Castle International Corp. i Equinix, Inc. Pierwsze dwa działają w sektorze nieruchomości infrastruktury sieci bezprzewodowej, natomiast ostatni zajmuje się centrami danych.

Na polskim rynku formuła zamkniętych funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości o charakterze publicznym się nie sprawdziła. Takie stwierdzenie wydaje się uzasadnione, gdyż na naszym rynku tego typu podmiotów powstało stosunkowo mało, ich emisje certyfikatów inwestycyjnych były w większości na niskim poziomie, a stopy zwrotu były ujemne. To wszystko przyczyniło się do tego, że większość funduszy nieruchomości o charakterze publicznym uległa likwidacji. Pozytywnie należy się więc odnieść do chęci pobudzenia tego rynku poprzez stworzenie uwarunkowań prawnych do powstawania funduszy REIT w klasycznej postaci. Powstaje tylko pytanie, jak inwestorzy, po negatywnych

wcześniejszych doświadczeniach związanych z funduszami rynku nieruchomości, zareagują na nowe instytucje tego rodzaju i czy wyrażą chęć alokacji kapitału poprzez fundusze w nowej formule.

Literatura

- Adamczyk K. (2017), *Fundusze typu Real Estate Investment Trust brakującym ogniwem rynku finansowania nieruchomości w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 153, Szkoła Główna Handlowa, s. 103-120.
- Banaszczak-Soroka U. (2018), *Wielkość i struktura oszczędności gospodarstw domowych krajów Unii Europejskiej w kontekście planu inwestycyjnego dla Europy. Wybrane aspekty* [w:] E. Pancer-Cybulska, K. Biegun (red.), *Czym żyje Unia Europejska?* Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław.
- Berłowski P. (2017), *Rentierzy muszą jeszcze poczekać*, „Puls Biznesu”, 9.10.2017.
- Chan S.H., Erickson J. (2003), *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities*, Oxford University Press, New York.
- Felicki P. (2018), *Pierwsze półrocze najaktywniejsze w historii inwestycji na polskim rynku nieruchomości. W 2018 może paść rekord*, www.biuroprasowe.cbre.pl (dostęp: 14.08.2018).
- Francis J.C., Taylor R.W. (2001), *Podstawy inwestowania*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków.
- Frankel M. (2018), *The 10 Largest REIT Stocks – Which Are the Best Buys Now?* www.fool.com (dostęp: 14.08.2018).
- Gabryelczyk K., Ziarko-Siwek U. (2009), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T. (2010), *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kowalke K. (2012), *Fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości w Polsce*, „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości”, nr 3, s. 199-209.
- Mayo H.B. (2014), *Inwestycje*, WN PWN, Warszawa.
- Mazurczak A. (2013), *Wpływ kryzysu finansowego na działalność funduszy nieruchomości typu REIT w USA*, „Studia Ekonomiczne”, nr 155, s. 69-81.
- Mikita M., Pelka W. (2009), *Rynki inwestycji alternatywnych*, POLTEXT, Warszawa.
- Papież R. (2011), *Strategia globalizacji jako przesłanki ekspansji funduszy inwestycyjnych na rynkach nieruchomości* [w:] A. Nalepka (red.), *Inwestycje i nieruchomości – wyzwania XXI wieku*, Uniwersytet Ekonomiczny, Kraków.
- Raport EY (2017), *Co REIT-y zmienią na polskim rynku nieruchomości komercyjnych*, www.ey.com (dostęp: 14.08.2018).
- Sitek M. (2013), *Bankowość hipoteczna i rynek nieruchomości*, Key Text, Warszawa.

Szełągowska A. (2008), *Rozwój funduszy rynku nieruchomości na polskim rynku finansowym a tendencje światowe* [w:] S. Antkiewicz, M. Kalinowski (red.), *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa.

Uwagi NBP dotyczące projektu ustawy o spółkach wynajmu nieruchomości (wersja projektu z dnia 19.05.2017 r.), Warszawa.

Uzasadnienie do ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości z dnia 25.04.2018, Projekt ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości z dnia 25.04.2018.

Wiśniewska M. (2008), *REIT jako forma inwestycji* [w:] S. Antkiewicz, M. Kalinowski (red.), *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa.

[www 1] www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/23989/struktura-oszczednosci-gospodarstw-domowych-%28marzec-2018%29.html (dostęp: 14.08.2018).

[www 2] www.businessinsider.com.pl/finanse/ustawa-o-reit-ach-wejdzcie-w-zycie-od-poczatku-2019-roku/0cdms81 (dostęp: 14.08.2018).

[www 3] www.finance.yahoo.com (dostęp: 14.08.2018).

[www 4] www.globalpropertyresearch.com (dostęp: 14.08.2018).

[www 5] www.hoovers.com (dostęp: 14.08.2018).

[www 6] www.archiwum.miiir.gov.pl/strony/zadania/polityka-mieszkaniowa/narodowy-program-mieszkaniowy/ (dostęp: 14.08.2018).

[www 7] www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW1801.pdf (dostęp: 14.08.2018).

[www 8] www.reit.com/investing (dostęp: 14.08.2018).

[www 9] www.suredividend.com/reit-list (dostęp: 14.08.2018).

REIT ACTIVITY IN THE UNITED STATES IN THE CONTEXT OF THE POLISH REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS

Summary: Allocation of funds through real estate investment funds is gaining in popularity among investors internationally. REIT funds are the most popular among this type of funds, and the US is the largest market. Also in Poland, there are investment funds, which invest in real estate. However, our market is underdeveloped. For instance, it lacks the above mentioned REITs. However, a new draft act, which should enable creation of this type of funds, is currently under preparation. In the first part of the article, the characteristics of the US REIT market will be presented. The second part will show the Polish real estate fund market, main objectives of the draft act and the reasons why the legal framework that would allow functioning of Polish REITs is required.

Keywords: REIT, investment funds, the Polish real estate market.