Konrad Marchlewski

# Globalizacja rynku funduszy inwestycyjnych nieruchomości typu REIT

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 10, 32-44

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA NR 10

KONRAD MARCHLEWSKI

# GLOBALIZACJA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NIERUCHOMOŚCI TYPU REIT

## Wstęp

Pierwsze organizacje wspólnego inwestowania na rynku nieruchomości powstały w latach 80-tych XIX wieku w Stanach Zjednoczonych. Ich cechą charakterystyczną było zwolnienie z podatku od dochodu, pod warunkiem wypłaty zysku w postaci dywidendy. Z punktu widzenia uczestnika funduszu są one zatem „transparentne podatkowo". Zwolnienie z podatku dochodowego zostało zniesione w latach 30-tych, a następnie przywrócone przez Prezydenta Eisenhowera w roku 1960 w ramach reformy rynku nieruchomości. Od tego okresu datuje się powstanie współczesnego rynku REIT (*Real Estate Investment Trusts*). Mimo, iż pierwsze współczesne fundusze „transparentne podatkowo" powstały w Nowej Zelandii w 1956 roku, to właśnie Stany Zjednoczone są uważane za ojczyznę koncepcji REIT.

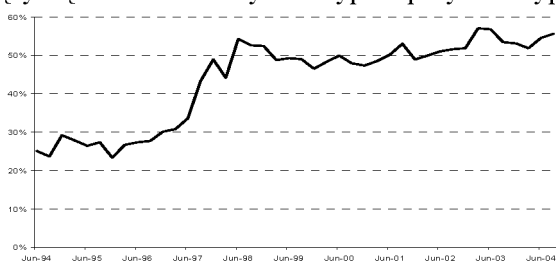
Światowy rozwój funduszy inwestycyjnych typu REIT uległ przyspieszeniu w ostatnich latach. Obecnie większość funduszy nieruchomości wybiera strukturę typu REIT. Nie można jednak pominąć faktu, iż na tle gospodarki światowej, rozwój funduszy europejskich rozpoczął się stosunkowo późno. Na obszarze Europy Środkowej, jedynie w Bułgarii powstały i znacząco rozwinęły się struktury typu REIT. W Polsce dotychczas nie rozpoczęto prac nad implementacją tej koncepcji.

**Doświadczenia amerykańskiego rynku REIT**

Rozwój amerykańskiego rynku REIT był stymulowany zmianami prawa. W roku 1960 weszła w życie ustawa Real Estate Investment Trust Act. Celem regulacji był rozwój amerykańskiego rynku nieruchomości, poprzez zwiększenie dostępu do funduszy rynku kapitałowego

Zgodnie z prawem możliwe było stworzenie funduszy:

- kapitałowych (*equity* REIT): posiadających bezpośrednio nieruchomości przynoszące dochody (wyróżnić tu można różne podtypy: rezydencjonalne, handlowe, przemysłowe, logistycznie itd.),
- hipotecznych (*mortgage* REIT): pożyczających środki na inwestycje nieruchomościowe zabezpieczone hipotekami, lub kupujące papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami. Dochód akcjonariuszy pochodzą z odsetek oraz zmian rynkowej stopy,
- hybrydowych (*hybrid* REIT): posiadających mieszany skład portfela, składający się zarówno z aktywów typu equity oraz typu mortgage.




*Rys. 1. Udział funduszy typu REIT w kapitalizacji rynku funduszy inwestujących w nieruchomości.*
Źródło: The BEVAK in an international environment, Hans Veld, Brussel 2007.

Biorąc pod uwagę sposób emisji wyróżnić można:

- REIT Publiczne, zarejestrowane w *Security and Exchange Commission* (SEC), których akcje/udziały są notowane na rynku publicznym i podlegają przepisom SEC. Fundusze publiczne posiadają co najmniej połowę niezależnych (od właścicieli REIT) członków zarządu i rady nadzorczej, powołują niezależny komitet ds. wyceny, mają obowiązek przestrzegania reguł nadzoru korporacyjnego i audytu wewnętrznego.
- REIT Prywatne (niepubliczne). W ich przypadku nie ma wymagań typowych dla rynku publicznego, wymogi informacyjne i koszty funkcjo-

nowania są znacznie niższe. Prywatne fundusze REIT są zwykle organizowane dla konkretnych inwestorów instytucjonalnych.

Powołanie funduszu typu REIT związane było uzyskaniem istotnych korzyści podatkowych, fundusze zwolnione były bowiem z podatku dochodowego, obowiązywał jedynie podatek od dywidend, które zgodnie z prawem REIT musiały wypłacać w wysokości co najmniej 95% zysku. Jednocześnie jednak wprowadzono szereg ograniczeń dotyczących ich działalności. Do najważniejszych zaliczyć trzeba brak możliwości zarządzania posiadanymi nieruchomościami.

Aby fundusz został uznany jako REIT, i korzystać ze zwolnienia podatkowego, musi spełniać następujące warunki[1]:

- Forma prawna korporacji lub funduszu inwestycyjnego z niezależnym zarządem
- Akcje (świadectwa) nie powinny mieć żadnych ograniczeń w sprzedaży,
- Posiadać co najmniej 100 akcjonariuszy / udziałowców;
- Przeznaczać na dywidendę co najmniej 95% dochodu do opodatkowania, poza dochodami ze wzrostu wartości aktywów
- Co najmniej 75% aktywów stanowić winny nieruchomości lub papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami, gotówka,
- Najwyżej 5% aktywów mogą stanowić papiery wartościowe emitentów innych niż skarb państwa.
- Co najmniej 75% dochodów pochodzić winno z czynszów, odsetek od wierzytelności hipotecznych, dochodów ze sprzedaży nieruchomości lub wierzytelności hipotecznych,
- Nie więcej niż 50% akcji/świadectw może być własnością pięciu lub mniej akcjonariuszy, w ciągu co najmniej połowy ostatniego roku podatkowego,
- Posiadać nie więcej niż 10% głosów z akcji dowolnego emitenta, poza aktywami wymienionymi w par. 8 powyżej.

Opisane warunki w dość restrykcyjny sposób ograniczały działalność REIT. Jednocześnie w przypadku nie spełnienia jakiegokolwiek z wymienio-

[1] Internal Revenue Code, art 856.

nych warunków, REIT groziła sankcja w postaci utraty zwolnienia podatkowego.

Pierwszy fundusz REIT powstał w 1961 roku (Bradley Real Estate Investors). 14 czerwca 1964 pierwszy REIT wkroczył na rynek giełdowy (notowany na giełdzie nowojorskiej Continental Mortgage). Kolejne lata to dość powolny wzrost rynku, głównie segmentu REIT hipotecznych. Dopiero pod koniec lat 60-tych rynek zaczął rozwijać się szybciej, w miarę rosnącej koniunktury na amerykańskim rynku nieruchomości. Okres od roku 1969, aż do kryzysu naftowego (1974) to boom na rynku, aktywa REIT wzrosły w tym okresie 21-krotnie[2].

Istotna zmiana prawa nastąpiła w 1986 roku (Reforma Podatkowa Prezydenta R. Reagana,Tax Reform Act of 1986). Na mocy ustawy, REIT otrzymały prawo do zarządzania nieruchomościami, które były w ich posiadaniu.

Następnie, w pakiecie ustaw podatkowych Prezydenta B.Clintona (*Omnibus Budget Reconciliation Act*, OBRA), pojawia się zmiana regulacji dotyczących rozproszenia akcjonariuszy REITS. Zniesiono wówczas ograniczenia w inwestowaniu funduszy wspólnego inwestowania (w szczególności emerytalnych) w REIT.[3], co w efekcie spowodowało znaczny napływ środków finansowych na rynek REIT.

W 1997 dokonano kolejnej zmiany prawa (w ramach *TaxPayer Relief Act* uchwalono *REIT Simplification Act of 1997*). Na jego mocy, fundusze uzyskały możliwość świadczenia dodatkowych („nie zwyczajowych") usług związanych z nieruchomościami swoim najemcom. W 1997 dokonano również zmiany opodatkowania nierezydentów, umożliwiając pobieranie jedynie 15% podatku od dywidend. Otworzyło to sektorowi drogę do pozyskiwania międzynarodowych kapitałów.

**Efekty finansowe**

Fundusze REIT stanowią obecnie istotny segment rynku finansowego, zarówno z punktu widzenia wyników inwestycyjnych jak i możliwości pozyskania środków. Przykładowo, w USA latach 2000-2005 łącznie dokonano 624

[2] Ambrose B.W, Linneman P.D. *Old and New REIT's*, Zell/Lurie Center Working Papers, University of Pennsylvania, 1998.
[3] Decker M.O., *The modern Real Estate Investment Trust Industry, an Overview*, Real Estate Investment Trusts, New York, McGraw-Hill,1998.

emisji akcji funduszy REIT na kwotę 52,9 mld USD, oraz 506 emisji długu REIT na kwotę 83 mld USD (w tym ok. 10 mld USD długu zabezpieczonego, pozostałe emisje niezabezpieczone). Ponadto przeprowadzono 51 emisji typu IPO (Initial Private Offer) na kwotę 15 mld USD[4].

Jednocześnie efektywność lokat w fundusze typu REIT niejednokrotnie przewyższa wyniki indeksów giełdowych. Łączna (uwzględniająca również wypłacane dywidendy) stopa zwrotu w inwestycje w REIT w okresie 1972-2005 wyniosła 3504%, przy czym

- 8248 % dla funduszy kapitałowych (Equity REIT),
- 968 % dla hipotecznych (Mortgage REIT),
- 1669 % dla hybrydowych (Hybryd REIT).

Średnia roczna stopa zwrotu wyniosłą (bez uwzględnienia kapitalizacji) wyniosła w tym okresie dla poszczególnych rodzajów funduszy 13,9% dla kapitałowych, 8,7% dla hipotecznych, 10,06 dla hybrydowych. Dla porównania, w tym samym czasie średnia stopa zwrotu dla indeksu giełdowego Dow Jones wyniosła 8,53%, zaś po uwzględnieniu dywidend ok. 11,6%.

Fundusze charakteryzują się wysoką stopa dywidendy. Wynika to bezpośrednio z wymogów prawnych przekazywania co najmniej 95% zysku w postaci dywidendy. W analizowanym okresie (1972-2005) średnia stopa dywidendy wyniosła 8,51%, przy czym 7,59 % dla funduszy kapitałowych (equity REIT), 11,13 % dla hipotecznych (mortgage REIT), 9,15% dla hybrydowych (Hybryd REIT). W tym samym okresie stopa dywidendy dla akcji z indeksu S&P500 wyniosła jedynie 3,1%.

Poza korzyściami w zakresie dywidend i wysokiej rentowności, fundusze mają istotne znaczenie w dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych. Wyniki badań nad korelacją stóp zwrotu rynku REIT oraz rynku akcji i obligacji wskazują na znaczną zmienność korelacji w zależności od okresu badań. Tabela 1 przedstawia wyniki badań głównych światowych rynków dla różnych okresów analizy.

W analizowanym okresie korelacja z rynkiem akcji miała tendencje malejącą. W przypadku obligacji, we wszystkich krajach poza Australią, korelacja stóp zwrotu obligacji oraz indeksów rynku REIT była nieznaczna, w niektórych przypadkach ujemna.

[4] Źródło: National Association of Real Estate Trusts. www.nareit.com.

Dzięki nieznacznej korelacji ze stopami zwrotu innych instrumentów rynku kapitałowego, włączenie do portfela funduszy REIT obniża jego ryzyko[5]. Badaniami w tym zakresie zajmuje się m.in. Ibboston Associates. Na podstawie danych historycznych analizowano wpływ dodania REIT na wyniki inwestycyjne portfeli inwestycyjnych różnych rodzajów.

Tabela 1. Korelacja pomiędzy rynkiem funduszy inwestujących w nieruchomości a rynkiem akcji i obligacji w wybranych krajach.

| | US | CA* | AU | JP | NL | BE | FR | GE | GE** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Akcje | | | | | | | | | |
| 1990-2004 | 0.34 | 0.37 | 0.59 | 0.74 | 0.51 | 0.45 | 0.45 | 0.42 | 0.26 |
| 1990-1995 | 0.51 | | 0.66 | 0.90 | 0.50 | 0.63 | 0.60 | 0.48 | 0.25 |
| 1996-2000 | 0.23 | 0.42 | 0.62 | 0.54 | 0.61 | 0.46 | 0.28 | 0.33 | 0.03 |
| 2001-2004 | 0.36 | 0.25 | 0.38 | 0.55 | 0.58 | 0.28 | 0.46 | 0.47 | 0.49 |
| Obligacje | | | | | | | | | |
| 1990-2004 | 0.14 | 0.18 | 0.44 | -0.03 | 0.10 | 0.27 | 0.26 | -0.01 | -0.10 |
| 1990-1995 | 0.38 | | 0.58 | 0.11 | 0.34 | 0.35 | 0.55 | 0.21 | 0.19 |
| 1996-2000 | 0.06 | 0.24 | 0.48 | -0.14 | 0.08 | 0.31 | -0.07 | -0.25 | -0.28 |
| 2001-2004 | -0.02 | 0.06 | 0.07 | -0.32 | -0.14 | 0.03 | -0.03 | 0.03 | -0.19 |

* Dane dostępne dla okresu 1997-2004, ** Indeks EPRA.
Źródło: Westerheide P., *Cointegration of Real Estate Stocks and REITs with Common Stocks, Bonds and Consumer Price Inflation - an International Comparison*, Centre for European Economic Research (ZEW), August 2006.

Tabela 2. Wpływ dodania funduszy REIT do portfela inwestycyjnego.

| Portfel* | Stopa zwrotu | Ryzyko | Średnia korelacja |
|---|---|---|---|
| Akcje- 50 %, Bony -10 %, Obligacje- 40 % | 10,9 % | 10,6 | 0,44 |
| Akcje- 45 %, Bony - 10 % Obligacje- 35 % REIT- 10 % | 11,2 % | 10,3 | 0,49 |
| Akcje- 40 % Bony - 10 % Obligacje- 30 % REIT- 20 % | 11,6 % | 10,1 % | 0,53 |
| Bony - 10 % Obligacje- 90 % | 9,2 % | 10,4 | 0,29 |
| Bony - 10 % Obligacje- 80 % REIT- 10 % | 9.7 | 9,7 | 0,36 |
| Bony - 10 % Obligacje- 70 % REIT- 20 % | 10,2 % | 9,2 % | 0,44 |

Źródło: NAREIT. Bony skarbowe – 30-dniowe bony skarbowe, obligacje – 20-letnie rządowe obligacje, Akcje – Standard & Poor`s 500.

[5] Gyourko J. Keim D., *What does the stock market tell us about real estate returns*, Journal of American Real Estate and Urban Economics Association, 20:3, 457.

**Rozwój instytucjonalny rynku**

Wraz z pojawieniem się nowego segmentu rynku finansowego, nastąpił jego rozwój instytucjonalny. W 1960 roku powstało NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts), stowarzyszenie reprezentujące fundusze inwestycyjne, pełniące rolę organizatora rynku, oraz reprezentujące sektor wobec instytucji zewnętrznych (Tabela 3 przedstawia rozwój rynku funduszy inwestycyjnych typu REIT na świecie).

Tabela 3. Rozwój światowego rynku REIT.

| Kraj | Data wprowadzenia regulacji | Nazwa struktury |
|---|---|---|
| Nowa Zelandia | 1956 | Property Trust |
| USA | 1960 | Real Estate Investment Trust |
| Holandia | 1970 | Fiscale Beleggingsinstelling |
| Australia | 1971 | Listed Property Trust |
| RPA | 1981 | Property Unit Trust |
| Brazylia | 1993 | Fundos de Investimento Imobiliario |
| Malezja | 1993 | Real Estate Investment Trust |
| Kanada | 1994 | Real Estate Investment Trust |
| Włochy | 1994/2006 | Fondi di Investimento Immobiliare |
| Belgia | 1995 | Societe d'Investissement a capital fixe |
| Turcja | 1998 | Gayrimenkul Yat |
| Singapur | 1999 | Singapore Real Estate Investment Trust |
| Japonia | 2000 | Japanese Real Estate Investment Trust |
| Korea Południowa | 2001 | Korean Real Estate Investment Trust |
| Austria | 2003 | Immobilien-Investmentfonds[gesetz] (ImmoInvFG) |
| Francja | 2003 | Societe d'Investissements immobiliers cotees |
| Hong Kong | 2003 | Hong Kong Real Estate Investment Trust |
| Tajwan | 2003 | Real Estate Investment Trust |
| Bułgaria | 2003 | BG-REIT |
| Puerto Rico | 1972/2000 | Real Estate Investment Trust |
| Wielka Brytania | 2007 | UK Real Estate Investment Trust |
| Niemcy | 2007 | German Real Estate Investment Trust |

Źródło: The BEVAK in an international environment, Hans Veld, Brussels 2007.

W 1999 roku NAREIT wprowadził pierwszy indeks rynku nieruchomości on-line oraz indeksy sektorowe. W tym samym roku NAREIT, EPRA i EURONEXT tworzą Global Real Estate Index. Wkrótce powstają indeksy nieruchomościowe DowJones, FTSE, S&P. Ostatecznie, w kwietniu 2004 uruchomiono wersje Real-time indeksu Global Real Estate Index.

Doświadczenia amerykańskiego rynku REIT wywołały zainteresowanie innych krajów. Na skutek globalizacji i znoszenia barier inwestycyjnych, amerykańskie rozwiązania zostały asymilowane na innych rynkach finansowych. W 1999 roku powołano odpowiednik NAREIT w Europie: European Public Real

Estate Organization (EPRA). W roku 1999 powstaje jednocześnie pierwszy europejski indeks rynku nieruchomości. W czerwcu 2005 działalność rozpoczęła organizacja APREA (Asian Public Real Estate Association), organizująca rynek Azji i Pacyfiku. W Wielkiej Brytanii powstała Reita – organizacja zajmująca się rynkiem funduszy UK-REIT. Organizacja, powstała z inicjatywy IPF, BPF, RICS oraz London Stock Exchange, zajmuje się publiczną dystrybucja informacji dotyczących funduszy, doradztwem finansowych, reprezentuje inwestorów oraz sektor w relacjach z instytucjami rządowymi i giełdą.

**Rozwój europejskiego rynku REIT**

Mimo dynamicznego rozwoju światowego rynku funduszy REIT, największe rynki europejskie wprowadziły odpowiednie regulacje dopiero w ostatnich latach. I tak dopiero w roku 2007 powstały fundusze na dwóch najważniejszych rynkach: brytyjskim i niemieckim. Poniższa tabela przedstawia najważniejsze cechy oraz różnice pomiędzy rozwiązaniami prawno-organizacyjnymi przyjętymi na europejskich rynkach kapitałowych.

Z punktu widzenia inwestorów, istotne są przede wszystkim regulacje dotyczące zasad opodatkowania dywidend oraz działalności kwalifikowanej. Poniżej przedstawiono podstawowe zasady obowiązujące na rynkach europejskich. Poza opisanymi rynkami rozwiniętymi, warto wspomnieć o Bułgarii, pierwszym kraju Europy Środkowej, który z sukcesem wprowadził instytucje zbiorowego inwestowania wzorowane na amerykańskich REITs. W roku 2003 ustawa o spółkach inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia umożliwiła tworzenie struktur inwestycyjnych (BG-REIT), posiadających status spółek publicznych.

Działalność kwalifikowana funduszy nie jest opodatkowana podatkiem dochodowym. Fundusze muszą jednak dystrybuować zysk w postaci dywidendy oraz posiadać aktywa związane z nieruchomościami.Typową cechą bułgarskiego rynku są inwestycje w nieruchomości turystyczne. Rynek bułgarskich REIT rozwija się bardzo dynamicznie, dla przykładu w roku 2006 odnotowano 18, zaś w 2007 przeprowadzono 20 nowych emisji BG-REIT. Największy z bułgarskich funduszy, Singular REIT, rok 2007 zamknął kapitalizacją na poziomie 1,1 mld zł. Kilka lat po utworzeniu funduszy, 3 września 2007 roku, na podstawie

notowań 12 funduszy inwestycyjnych, giełda w Sofii wprowadziła indeks sektorowy BG-REIT.

| Kraj | Wymogi prawne | Reguły koncentracji |
|---|---|---|
| **Holandia** Fiscale Beleggingsinstelling (FBI) | spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (Besloten Vennootschap – BV) lub spółka akcyjna (Naamloze Vennootschap – NV) lub FJA (Fund for Joint Account). Nie ma wymogu, aby Fundusz był spółką publiczną | *Fundusze publiczne*: pojedynczy inwestor (poza innym funduszem FBI) nie może posiadać więcej niż 45% udziałów (akcji, jednostek) funduszu, inwestorzy indywi-dualni nie mogą przekraczać 25% udziałów (akcji, jednostek) funduszu. *Fun-duszy pry-watne*: co najmniej 75% udziałów (akcji, jednostek) funduszu winno być w posiadaniu inwestorów indywidualnych lub innych FBI, pojedynczy inwestor nie może posiadać więcej niż 5% udziałów funduszu, |
| **Francja** Societes d'Investissements Immobiliers Cotees (SIIC). Obecnie obowiązują rozwiązania SIIC4 (2006) | Siedziba we Francji, forma prawna spółki akcyjnej, spółka publiczna, notowana we Francji. Kapitał zakładowy wynoszący powyżej 15 mln EUR. | udział pojedynczego inwestora instytucjonalnego jest ograniczony do maksymalnie 60% akcji lub głosów, |
| **Włochy** SIIQ (Societá di Investimento Immobiliare Quotata). | forma spółki akcyjnej (Societá per Azioni - SpA), spółka publiczna, notowana na włoskiej giełdzie. | pojedynczy inwestor nie może posiadać więcej niż 51% głosów na WZA, co najmniej 35% akcji musi być w posiadaniu drobnych inwestorów posiadających nie więcej niż 1% głosów na WZA |
| Wielka Brytania UK-REIT | rezydencja podatkowa funduszu na terenie Wielkiej Brytanii, | udział pojedynczego inwestora instytucjonalnego jest ograniczony do maksymalnie 10% akcji / głosów, |
| **Niemcy** G-REIT: (ustawa Gesetz zur Schaffung deutscher Immo-bilien-Akienge-sellschaften mit börsennotierten). | Forma prawna spółki akcyjnej Aktiengeellschaft, siedziba w Niemczech, Spółka publiczna,akcje notowane na terenie UE, Kapitał zakładowy co najmniej 15 mln EUR | udział pojedynczego inwestora instytucjonalnego jest ograniczony do maksymalnie 10% głosów. co najmniej 15% akcji musi być przedmiotem obrotu giełdowego. |

**Euro-REIT**

Naturalną konsekwencją rozwoju struktur transparentnych podatkowo na rynkach krajów europejskich jest dyskusja na temat stworzenie instrumentu paneuropejskiego, opartego o odpowiednią dyrektywę Komisji Europejskiej[6]. Fundusze takie już obecnie określane są jako Euro-REIT, EU-REIT lub Pan-European REIT. Koncepcję wprowadzenia oraz zasad organizacji[7] UE-REIT opracowała EPRA (European Public Real Estate Associaton). Jest to największa w Europie organizacja zrzeszająca przedstawicieli sektora nieruchomości w krajach Unii Europejskiej.

[6] Brown E., *Investment fund vehicles for pan-European real estate: A technical and commercial review*, Briefings in real estate finance, vol 2 nr 4, pp 289-301, H Stewart Publications, 2003.
[7] European REIT regimes and the impact of the EC treaty freedoms, EPRA, August 2005.

| | Przychody i aktywa | Zasady wypłaty dywidendy i opodatkowania | Uwagi |
|---|---|---|---|
| Wielka Brytania | co najmniej 75% aktywów brutto związanych z nieruchomościami, co najmniej 75% przychodów kwalifik. co najmniej 3 nieruchomości w portfelu, udział pojedynczej inwestycji nie może przekraczać 40% wartości portfela. | co najmniej 90% zysków wypłacane w postaci dywidendy, Przekształcenie spółki (zwykle tzw property company) w REIT jest opodatkowane w wysokości 2% wartości posiadanych nieruchomości. | Dodatkowo ograniczenie maksymalnego poziomu długu w sumie bilansowej. |
| Holandia | przychody funduszu winny w większości pochodzić z działalności kwalifikowanej (związanej z wynajmem lub sprzedażą nieruchomości), aktywa funduszy winny być związane z nieruchomściami, pozostałe źródła przychodów są opodatkowane podatkiem dochodowych. | 100% zysku wypłacane w postaci dywidendy (poza zyskiem z tytułu sprzedaży aktywów, który może być reinwestowany), działalność kwalifikowana jest zwolniona z podatku dochodowego | |
| Francja | co najmniej 75% aktywów brutto związanych z nieruchomościami, co najmniej 75% przychodów kwalifikowanych. Do 20% przychodów może pochodzić z przychodów niekwalifikowanych | co najmniej 85% zysków wypłacane w postaci dywidendy, przekształcenie istniejącej spółki w SIC jest opodatkowane w wysokości 16,5% od kwoty zatrzymanych zysków kapitałowych. | Istnieją fundusze na rynku prywatnym: OPCI (Organismes de Placement Collectif Immobiilier, 2005). OPCI są zobowiązane do umarzania jednostek uczestnictwa |
| Włochy | co najmniej 80% aktywów związanych z nieruchomościami, co najmniej 80% przychodów kwalifikowanych. | co najmniej 85% zysków wypłacane w postaci dywidendy, Działalność kwalifikowana jest zwolniona z podatku dochodowego (IRES) oraz regionalnego (IRAP), W przypadku przekształcenia istniejącej spółki w SIIQ odprowadzany jest podatek w wysokości 20% zysków zatrzymanych. | Od 1994 we Włoszech istnieją fundusze zbiorowego inwestowania w, nieruchomości, jednak nie korzystające z tak szerokich zwolnień podatkowych (FII, (Fonii di Investmento Immobiliare) |
| Niemcy | co najmniej 75% aktywów brutto związanych z nieruchomościami, co najmniej 75% przychodów kwalifik.,<br>Do 20% przychodów może pochodzić z usług (zarządzanie, administrowanie)<br>Do 50% udział krajowych nieruchomości mieszkaniowych. | co najmniej 90% zysków musi być wypłacane w postaci dywidendy. Do 50% zysków ze sprzedaży nieruchomości może być zatrzymane maksymalnie do 2 lat z przeznaczeniem na zakup nieruchomości. | Ponadto kapitał własny nie może być niższy niż 45% wartości portfela inwestycyjnego. |

Ujednolicenie działalności REIT winno dotyczyć:

- formy prawnej,
- definicji i zakresu działalności kwalifikowanej, wymagań dotyczących aktywów i przychodów

- reguł dekoncentracji kapitału i operacji transgranicznych,
- zasad finansowania działalności (relacji długu do kapitału)
- ujednolicenia zasad opodatkowania i podziału zysku (dywidend).
- zasad opodatkowania funduszy przekształcających się w EU-REIT.

Wprowadzenie ujednoliconych struktur typu REIT na terenie Unii Europejskiej wydaje się jedynie kwestią czasu. Zalety jednolitego rozwiązania to przede wszystkim:

- poszerzenie rynku poprzez implementację w pozostałych krajach UE, wobec silnej konkurencji rynku amerykańskiego i krajów azjatyckich
- dalsza integracja sektora finansowego UE,
- poprawa przejrzystości rynku, niższe ryzyko z punktu widzenia inwestorów,
- zwiększenie płynności rynku,
- dostęp do źródeł finansowania na rynkach kapitałowych całej UE,
- budowa wydolnego mechanizmu transmisji środków finansowych na rynek nieruchomości.

**Podsumowanie i wnioski**

Fundusze inwestycyjne typu REIT stają się powoli światowym standardem rynkowym. Stało się tak zarówno dzięki korzystnemu opodatkowaniu jak i osiąganym wynikom inwestycyjnym. Ich rozwój wpływa z jednej strony na zwiększenie strumienia finansowego płynącego do sektora nieruchomości, a z drugiej daje możliwości inwestowania w płynne i rentowne instrumenty finansowe związane z rynkiem nieruchomości.

Interesujące jest, iż kraje europejskie (poza Holandią) dołączyły do tego rynku stosunkowo późno, w obliczu silnej konkurencji ze strony rynków Ameryki i Azji.

Biorąc pod uwagę wyzwania stojące przed rodzimym rynkiem nieruchomości, rozważyć należy skorzystanie z doświadczeń zagranicznych, nie czekając na pojawienie się EU-REIT. Utworzenie (i przekształcenie istniejących) struktur typu REIT przyspieszyłoby i ustabilizowało napływ funduszy na rynek nieruchomości oraz ogólny rozwój infrastruktury w Polsce. Ma to niebagatelne znaczenie wobec pojawiających się sygnałów spadku koniunktury. Skuteczny i transparentny mechanizm transmisji środków na rynek nieruchomości może się okazać kluczowym dla jego ponownego wzrostu.

## Literatura

1. Ambrose B.W, Linneman P.D., *Old and New REIT's*, Zell/Lurie Center Working Papers, University of Pennsylvania, 1998.
2. Brown E., *Investment fund vehicles for pan-European real estate: A technical and commercial review*, Briefings in real estate finance, vol 2 nr 4, pp 289-301, H Stewart Publications, 2003.
3. Decker M.O., *The modern Real Estate Investment Trust Industry, an Overview*, Real Estate Investment Trusts, New York, McGraw-Hill,1998.
4. *European REIT regimes and the impact of the EC treaty freedoms*, EPRA, August 2005.
5. Gyourko J. Keim D., *What does the stock market tell us about real estate returns,* Journal of American Real Estate and Urban Economics Association, 20:3, 457.
6. Maas S., Ebner F., May A., *Admission to listing of a Geman REIT for corporate real estate*, Lacer No 3 1.,998,
7. Veld H., *The BEVAK in an international environment*, Brussels 2007.
8. Westerheide P., *Cointegration of Real Estate Stocks and REITs with Common Stocks, Bonds and Consumer Price Inflation - an International Comparison*, Centre for European Economic Research (ZEW), August 2006

## STRESZCZENIE

W pracy omówiono rynek amerykańskich i światowych funduszy inwestycyjnych nieruchomości typu REIT. Rynek ten, zapoczątkowany w USA w 1960 roku, obecnie stanowi istotny segment rynku finansowego, zarówno z punktu widzenia wyników inwestycyjnych jak i możliwości pozyskania środków finansowych na rozwój projektów nieruchomościowych. Ważną cechą funduszy REIT jest wypłacanie niemal całego zysku w postaci dywidendy, co wiąże się ze zwolnieniem podmiotowym z podatku dochodowego.

Z punktu widzenia inwestorów, fundusze nieruchomościowe umożliwiają inwestycje pośrednie w nieruchomości i dywersyfikację portfeli inwestycyjnych. Udział we wzroście wartości nieruchomości, transparentność podatkowa, relatywnie wysoka stopa dywidendy oraz niskie ryzyko są zachętą do inwestowania.

Biorąc pod uwagę wyzwania stojące przed rodzimym rynkiem nieruchomości, rozważyć należy skorzystanie z doświadczeń zagranicznych, nie czekając na pojawienie się EU-REIT. Utworzenie (i przekształcenie istniejących) struktur typu REIT przyspie-

szyłoby i ustabilizowało napływ funduszy na rynek nieruchomości oraz ogólny rozwój infrastruktury w Polsce. Ma to niebagatelne znaczenie wobec pojawiających się sygnałów spadku koniunktury. Skuteczny i transparentny mechanizm transmisji środków na rynek nieruchomości może się okazać kluczowym dla jego ponownego wzrostu.

## GLOBALIZATION OF REIT-TYPE FUNDS

### SUMMARY

The paper concerns an investment funds on real estate market (Real Estate Investment Trust). The REIT funds are tax transparent, which means that REIT's does't pay corporate income tax. Due to tax advantages and low correlation with other assets, REIT's are interesting and effective investment vehicles. The concept of REIT's funds expands from US market, to all main capital markets over the world. Nowadays, over 60% of all real estate investments funds are organized as a REIT. Several main European capital markets has implemented REIT structures, but the question of the future of polish REIT market is still open.

*Translated by K. Marchlewski*

*Dr Konrad Marchlewski*
Uniwersytet Łódzki
kmar@gazeta.pl