

Aleksandra Ścibor

III rok SS1 MSG Finanse Międzynarodowe i Bankowość

ROZWÓJ REAL ESTATE INVESTMENT TRUST W STANACH ZJEDNOCZONYCH

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, real estate investment trust, nieruchomości,

Wstęp

Inwestowanie w nieruchomości od zawsze było korzystną formą alokacji kapitału. Jednak indywidualne inwestowanie jest skomplikowane, wymaga wiedzy, umiejętności oraz wiąże się z kosztami i ryzykiem finansowym. Fundusze nieruchomości, które od lat cieszą się wielką popularnością na świecie, pozwalają uniknąć wielu problemów, jakie mogą powodować inwestycje indywidualne. Od lat 60. XX wieku na rynku amerykańskim funkcjonują fundusze typu REIT, które stały się doskonałą alternatywą dla tradycyjnych funduszy. Od tego czasu amerykańskie REIT-y rozwinęły się i stały się wzorem dla ok. 40 krajów na świecie. Celem artykułu jest przedstawienie istoty funduszy typu REIT oraz ich rozwoju i funkcjonowania na rynku amerykańskim.

1. Istota funduszy typu REITs

Skrót REIT pochodzi od nazwy Real Estate Investment Trust. Jest to podmiot finansowy o charakterze spółki lub funduszu, który pozwala inwestorom na zbiorowe lokowanie środków w nieruchomości. Działanie tego podmiotu polega na nabywaniu praw własności do różnych typów nieruchomości, które przynoszą stałe dochody z czynszów. Są to nieruchomości komercyjne, mieszkaniowe oraz handlowe. Przyczyną powstania REIT-ów był problem instytucji inwestujących w sposób zbiorowy, ponieważ były one obciążane podwójnym opodatkowaniem. Konieczne było odprowadzanie podatku dochodowego od osób prawnych oraz od dywidend, które były wypłacane inwestorom. Funkcjonowanie REIT-ów opiera się na szczególnych regulacjach prawnych oraz przyznanych przez dane państwo preferencjach podatkowych, co wpłynęło na rozpowszechnienie się tego podmiotu na świecie. W każdym kraju mogą mieć odmienną strukturę i nazwę, ale główne zasady funkcjonowania nie

różnią się¹. Główną zaletą funduszy typu REIT jest uprzywilejowany status podatkowy, który jest możliwy tylko po spełnieniu określonych warunków:

- płacenie podatku od osób prawnych,
- posiadanie w pełni przenośnych akcji,
- zarządzanie przez radę dyrektorów,
- co roku wypłacanie minimum 90% zysku brutto w formie dywidendy,
- posiadanie przynajmniej 100 inwestorów, z czego 50% udziałów nie może być pod kontrolą mniej niż 5 inwestorów,
- inwestowanie co najmniej 75% aktywów w nieruchomości,
- inwestowanie najwyżej 20% aktywów w spółki-córki, które podlegają normalnym regułom podatkowym,
- uzyskiwanie co najmniej 75% przychodów z najmu lub odsetek od hipotek².

Fundusze typu REIT cechują się też innymi korzyściami dla inwestorów. Jedną z nich jest stały strumień dochodów i długookresowy wzrost kapitału, który zapewnia długookresowe stopy zwrotu. Udziały w publicznych funduszach REITs charakteryzują się wysoką płynnością, ponieważ są notowane na większości giełd papierów wartościowych. Kolejną zaletą jest wysoki poziom wypłacanych dywidend oraz profesjonalne zarządzanie. Jest to wielka korzyść dla inwestorów, którzy nie posiadają znacznych środków ani doświadczenia w inwestowaniu na rynku nieruchomości. Akcje REIT można kupić o wartości kilkuset lub tysięcy dolarów, a nie dziesiątek lub setek tysięcy dolarów, które byłyby potrzebne do bezpośredniego zakupu nieruchomości. REIT-y charakteryzują się także transparentnością i wysokim poziomem ochrony inwestorów, ponieważ są zarządzane przez wykwalifikowanych specjalistów. Ochronę inwestorów zapewnia również bieżący monitoring działalności oraz standardy sprawozdawczości finansowej. Fundusze REITs dają możliwość posiadania bardziej zróżnicowanego portfola inwestycyjnego, ponieważ nie są bezpośrednio związane z rynkiem akcji i obligacji³.

2. Rodzaje REITs

Na rynku USA-REITs fundusze podzielone są według kryterium nadzoru przez SEC, czyli przez Amerykańską Komisję Papierów

¹ R. Michaluk, *REITs – Istota, charakterystyka oraz długoterminowa efektywność inwestycji w odniesieniu do rynków akcji. (w :) Inwestowanie: instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2011, s. 110.

² S. Antkiewicz, M. Kalinowski, *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa, 2008, s. 65-66.

³ A. Mazurczak, *Znaczenie funduszy nieruchomości typu real estate investment trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, 2011, s. 132.

Wartościowych oraz według kryterium modelu biznesowego. Ze względu na przedmiot inwestowania fundusze REITs można podzielić na⁴:

- Equity REITs – kapitałowe,
- Mortgage REITs - hipoteczne (komercyjne i mieszkalne),
- Hybrid REITs - hybrydowe (mieszane).

Kapitałowe REITs są odpowiedzialne za nabywanie, zarządzanie, budowanie, renowację i sprzedaż nieruchomości. Dochody pochodzą głównie z dzierżawy nieruchomości. W skład portfela inwestycyjnego wchodzi różne rodzaje obiektów. Zwykle inwestują w nieruchomości biurowe, przemysłowe, handlowe, mieszkaniowe, hotelowe i kurortowe. Hipoteczne REITs zajmują się pożyczaniem pieniędzy nabywcom nieruchomości lub nabywają istniejące kredyty hipoteczne lub papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Zwykle generują dochody z odsetek z udzielonych kredytów hipotecznych. Hipoteczne REIT-y można podzielić z kolei na komercyjne i mieszkalne. Komercyjne inwestują głównie w pożyczki i papiery wartościowe zabezpieczone nieruchomościami komercyjnych. Prowadzą księgę aktywów i pasywów koncentrując się na zarządzaniu ryzykiem kredytowym. REIT-y mieszkaniowe są właścicielami budynków mieszkalnych, a także budynków w budowie. W odróżnieniu do REIT-ów komercyjnych skupiają się na zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej⁵. Natomiast hybrydowe REITs są połączeniem funduszy kapitałowych i hipotecznych. W pierwszych latach działalności REITs w USA funkcjonowało więcej funduszy hipotecznych. Zainteresowanie funduszami kapitałowymi było ograniczone, ponieważ w tamtym okresie REIT nie mógł być jednocześnie właścicielem i zarządzającym nieruchomością. Ustawa ‘Tax Reform Act’ z 1986 roku zlikwidowała te ograniczenia, co zapoczątkowało intensywny rozwój kapitałowych REIT-ów w połowie lat 90-tych⁶. Ze względu na dostępność dla inwestorów fundusze REITs można podzielić na:

- publicly traded REITs – publiczne,
- public Non-traded REITs – publiczne nienotowane,
- private REITs- prywatne.

W tabeli 1 przedstawiono porównanie powyższych funduszy.

Tabela 1. Porównanie Public, Non-Exchange Traded, Private REIT.

⁴ Strona internetowa, <https://www.reit.com/what-reit/types-reits>, (data dostępu: 6.11.2018).

⁵ Strona internetowa, www.investopedia.com/ask/answers/052815/what-difference-between-equity-reit-and-mortgage-reit.asp (data dostępu: 6.11.2018).

⁶ A.Mazurczak, *Znaczenie funduszy nieruchomości typu real estate investment trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości*, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, 2011, s.116.

	Publicly Traded REIT	Non-Exchange Traded REIT	Private REIT
Forma funduszu	Zarejestrowane w SEC; 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 1000-2500 USD	Średnio 1000-25000 USD
Niezależni dyrektorzy	Większość dyrektorów niezależna od zarządu	Regulowana przez NASAA ⁷ - 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 z raportami dla SEC	Wymaganie przekazywania sprawozdań finansowych do SEC	Brak regulacji

Źródło: A.Mazurczak, *Znaczenie funduszy nieruchomości typu real estate investment trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, 2011, s.117.

Akcje publicznych REIT-ów są notowane na krajowej giełdzie papierów wartościowych, gdzie są kupowane i sprzedawane przez inwestorów indywidualnych. Są regulowane przez SEC (US Securities and

⁷ NASAA (North American Securities Administrators Association) jest najstarszą międzynarodową organizacją zajmującą się ochroną inwestorów.

Exchange Commission), czyli Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych.

Publiczne nienotowane REIT-y również są pod kontrolą SEC, ale w przeciwieństwie do publicznych, nie są przedmiotem obrotu na giełdzie. Cechują się mniejszą płynnością w obrocie publicznym, ale są bardziej stabilne, ponieważ nie podlegają fluktuacjom rynkowym. Prywatne REIT-y nie są zarejestrowane w SEC ani nie są przedmiotem obrotu na giełdzie⁸.

3. Historia funkcjonowania funduszy typu REITs w USA

W połowie XIX w. na amerykańskim rynku pojawiły się duże zasoby kapitału oraz wzrost popytu inwestycyjnego. Pierwszym funduszem inwestującym w nieruchomości był „Massachusetts trust”. Jednak prawdziwy rozwój rynku funduszy REITs nastąpił ponad 100 lat później. Pierwsze podmioty REIT zaczęły powstawać po podpisaniu ustawy „REIT Act” z dnia 14 września 1960 r. przez Prezydenta Dwight D. Eisenhower'a⁹. Dzięki temu, pojawiły się nowe możliwości generacji dochodów z inwestycji w nieruchomości. Wcześniej największe korzyści z inwestycji były dostępne wyłącznie dla korporacji, inwestorów instytucjonalnych lub osób zamożnych. W przypadku REIT-ów na uzyskiwanie korzystnych dochodów ma szansę zarówno instytucjonalny, jak i indywidualny inwestor. Ustawa pozwoliła drobnym inwestorom posiadać większe, zdywersyfikowane i lepiej zarządzane aktywa. Następnie utworzono organizację NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust), która miała za zadanie zrzeszać i kontrolować wszystkie fundusze rynku REITs w USA. Podmioty REITs zostały zdefiniowane jako: „nie zarejestrowane przedsiębiorstwo z wieloma powiernikami, pełniącymi rolę zarządzających funduszem, oraz posiadające zbywalne udziały, przynoszące umowne korzyści”.

3.1 Lata 1960-1980

W latach 1960-1961 stworzono pierwsze fundusze REITs: Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate, Pennsylvania REIT i Washington REIT. Trzy ostatnie fundusze istnieją do dziś (2018r.)¹⁰. Przez większość lat 60. fundusze te nie były zbyt popularne. W tych latach dominowało finansowanie nieruchomości przez kredyty hipoteczne, co wpływało na większy rozwój rynku funduszy hipotecznych. Dopiero w 1964 roku

⁸ Strona internetowa, <https://www.investopedia.com/terms/r/reit.asp>, (data dostępu: 9.11.2018).

⁹ Strona internetowa, <https://www.reit.com/what-reit/history-reits>, (data dostępu: 9.11.2018).

¹⁰ Gene Brown, *Urstadt Biddle Properties: The History of a Reit 1969-2007*, Xlibris, 2008, s.10.

Continental Mortgage Investors jako pierwszy wszedł na Nowojorską Giełdę Papierów Wartościowych. Przez większość dekady tylko dziesięć REIT-ów było w obrocie publicznym, a ich kapitalizacja rynkowa wynosiła ponad 200 mln USD. Do końca 1965 roku powstało jedynie 65 REIT-ów. Liczne ustawowe restrykcje nałożone na spółki z pewnością przyczyniły się do początkowej niskiej dynamiki rozwoju tego sektora. Przykładowo REIT był w stanie posiadać własność, ale nie mógł nią zarządzać ani jej obsługiwać. W latach 1969-1974 nastąpił dynamiczny rozwój. Utworzono ponad 50 hipotecznych REIT-ów. Większość z nich utworzyły banki głównie z trzech powodów:

- aby uzyskać udział w dynamicznie rozwijającym się rynku kredytów budowlanych
- dla zminimalizowania kwot rezerw, które bank był zobowiązany utrzymywać
- dla generowania przychodów z opłat za zarządzanie REIT-ami, które były zarządzane zewnętrznie.

Lata 70. były trudną dekadą dla gospodarki, co wpłynęło także na kondycję sektora REIT-ów. Rosnące ceny ropy spowodowane embargiem naftowym OPEC w 1973 roku spowodowały gwałtowny wzrost inflacji. Doprowadziło to do wzrostu stóp procentowych, co znacząco wpłynęło na funkcjonowanie hipotecznych REIT-ów. Podczas gdy firmy świadczyły kredyty hipoteczne o stałym oprocentowaniu dla budowniczych i inwestorów, strona pasywna była finansowana według zmiennych stóp procentowych. W rezultacie doprowadziło to do bankructwa wielu REIT-ów¹¹. Kapitalizacja giełdowa sektora zmniejszyła się z 1,4 mld USD do ok. 900 mln USD. W 1972 roku organizacja NAREIT wprowadziła indeks REIT Index, czyli pierwszy indeks sektorowy REIT-ów, który tworzą wybrane USA-REITs notowane na giełdach amerykańskich. W 1974 roku Kongres USA uchwalił nowe prawo podatkowe Foreclosure Property Rules. Hipoteczne REIT-y miały możliwość przejmowania nieruchomości, których kredyty nie były obsługiwane przez inwestorów. W 1976 roku w ramach reformy podatkowej Tax Reform Act wprowadzono przepisy, które pozwalały REIT-om funkcjonować jako klasyczne przedsiębiorstwa, a nie wyłącznie jako trusty biznesowe. W latach 1976-1980 liczba publicznych REIT-ów wzrosła z 62 do 75, a kapitalizacja giełdowa sektora wzrosła z 1,3 mld USD do 2,3 mld USD¹².

¹¹ Strona internetowa, www.urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf, (data dostępu: 9.11.2018).

¹² Strona internetowa, www.fundacjareits.pl/kamienie-milowe-w-rozwoju-reits-w-usa-cz-i-lata-1960-1993 (data dostępu: 9.11.2018).

3.2 Lata 1980-1990

W pierwszej połowie lat 80. nastąpiła poprawa sytuacji na rynku nieruchomości. Jednak REIT-y nadal były postrzegane jako nie płynne i nieopłacalne. Negatywne postrzeganie REIT-ów przez inwestorów zostało dodatkowo spotęgowane przez Ustawę Economic Recovery Act z 1981 roku. Stworzyła ona schronienie podatkowe dla innych form własności na rynku nieruchomości. Ustawa dopuszczała przyspieszoną amortyzację, a przez to ochraniała dochód podlegający opodatkowaniu. Dotyczyło to wyłącznie prywatnych inwestorów, lecz nie REIT-ów. Środki pieniężne wpływały z REIT-ów do spółek komandytowych, które zapewniały wysokie zwroty z kapitału spowodowane tarczą podatkową. W tym czasie ceny nieruchomości gwałtownie wzrosły. Prywatne spółki osobowe miały możliwość kupowania droższych nieruchomości, ponieważ posiadały lepszą pozycję gotówkową po opodatkowaniu, w przeciwieństwie do REIT-ów. Wielu deweloperów odczuwało potrzebę wykorzystania tej sytuacji na rynku, tworzyli podaż przez nadwyżkę płynności oraz obniżali czynsze¹³. W 1985 roku powstał pierwszy fundusz otwarty The National Real Estate Stock Fund, który był przeznaczony do inwestycji w akcji REIT-ów oraz innych akcji w sektorze nieruchomości¹⁴. Ustawa Tax Reform Act z 1986 roku wydłużyła okres amortyzacji, a więc zniósła korzyści podatkowe, którymi wcześniej cieszyli się inwestorzy na rynku nieruchomości. Prywatni inwestorzy nie byli w stanie już pokrywać obsługi swojego zadłużenia, a zatem wzrosła liczba przejęć. Ustawa o Tax Reform Act zapewniła jedną podstawową korzyść dla funduszy REIT. Do 1986 roku mogły jedynie posiadać nieruchomości, bez możliwości obsługi i zarządzania. Ustawa usunęła te ograniczenia, pozwalając funduszom na większą kontrolę kierownictwu, a tym samym zwiększając ich wpływ na zyski. W branży REIT-ów znacząco zmienił się model biznesowy. REIT-y z pasywnych inwestorów finansowych przekształcili się w aktywne spółki, które mogły zarządzać swoim portfelem nieruchomości oraz zwiększać wartości dla akcjonariuszy. Wydarzenia te doprowadziły do powstania wielu nierentownych aktywów i fali przejęć nieruchomości. Czynniki te przyczyniły się do krachu na rynku nieruchomości na przełomie lat. 80 i 90¹⁵. Wartość nieruchomości komercyjnych spadła o 30%-50%. Kryzys wpłynął również na rynek REIT-ów. Rosły wskaźniki pustostanów, a obniżone czynsze doprowadziły do malejących przychodów i wysokich wskaźników wypłat dywidendy, przez co

¹³ Strona internetowa, www.huntonak.com/images/content/2/2/v3/2228/REIT-Alert-July2008.pdf, (data dostępu: 9.11.2018).

¹⁴ Strona internetowa, www.fundacjareits.pl/kamienie-milowe-w-rozwoju-reits-w-usa-cz-i-lata-1960-1993/ (data dostępu: 14.12.2018).

¹⁵ Strona internetowa <http://iret.org/pub/BLTN-48.PDF>, (data dostępu: 13.12.2018).

REIT-y musiały zmniejszyć dywidendy, czego skutkiem były spadki cen akcji. Całkowity zwrot z REIT w 1990 roku był ujemny i osiągał 14,8%. Był to najniższy roczny wskaźnik indeksu od 1974 roku¹⁶.

3.3. Lata 1990-2000

Na rynku REIT i IPO (Initial Public Offering) ożywienie nastąpiło dopiero na początku lat 90., ale niektóre sektory doświadczyły poprawy jeszcze wcześniej¹⁷. Dotyczy to w szczególności sektora opieki zdrowotnej, który odczuł wzrost w drugiej połowie lat 80. Coraz większa liczba właścicieli zakładów opieki zdrowotnej przenosiła swoją działalność do struktury REIT-ów. Takimi firmami były Health Care Property Investors, Inc. (1985), Nationwide Health Properties, and Vencor (1989, teraz nazywane Ventas), następnie National Health Investors, Omega Healthcare Investors (1992) oraz Healthcare Realty Trust (1993)¹⁸. Początek lat 90. był okresem największego rozwoju funduszy REIT w USA. Od 1991-1993 roku całkowity roczny zwrot wynosił średnio 23,3%. Część tego zwrotu można zawdzięczać korekcie rynkowej akcji we wcześniejszych latach. REIT-y były w stanie nabyć dużą liczbę nieruchomości po obniżonych cenach. W tym okresie wiele firm działających na rynku nieruchomości miało problem z niewypłacalnością oraz brakiem kapitału na finansowanie nowych inwestycji. Z powodu napływu nieruchomości wykluczonych podczas kryzysu na rynku nieruchomości, banki zostały zmuszone do zaostrzenia standardów kredytowych. Deweloperzy poszukiwali alternatywnych miejsc, w których mogliby zrealizować swoje projekty. Dobrym rozwiązaniem było upublicznienie, aby pozyskać dodatkowy kapitał na spłatę długu, być wypłacalnym oraz aby móc sfinalizować wzrost. Fundusze REIT dzięki sekurytyzacji portfeli miały szansę wzmocnić się i być bardziej konkurencyjni. Kolejnym etapem było powstanie nowych struktur funduszy REIT – UPREIT i DownREIT. Zapewniały one płynność niepłynnym spółkom rozwiązując problem podatku od zysków kapitałowych¹⁹. W 1992 roku pierwszym REIT-em, który upublicznił się w strukturze UPREIT był

¹⁶ Strona internetowa, www.urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf, (data dostępu: 10.11.2018).

¹⁷ Papież Renata, *Strategia globalizacji jako przesłanka ekspansji funduszy inwestycyjnych na rynkach nieruchomości (w:) Inwestycje i nieruchomości: wyzwania XXI wieku*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2011, s.58.

¹⁸ Strona internetowa www.dealbook.nytimes.com/2011/02/28/ventas-to-buy-nationwide-health-properties-for-7-4-billion/, (data dostępu: 11.11.2018).

¹⁹ Strona internetowa http://www.urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf, (data dostępu: 11.11.2018).

Taubman Centers, Inc²⁰. Te czynniki wpłynęły na silny rozwój REIT-ów i umocniły ich pozycję w branży. Zarząd Rezerwy Federalnej obniżał stopy procentowe w celu przywrócenia krajowej gospodarki na właściwe tory po długiej recesji. Wynikały z tego dwie korzyści dla funduszy REIT. Jedną z nich było zmniejszenie kosztu kapitału dłużnego, co przyczyniło się do fali przejęć. A spadek rentowności bonów skarbowych z 6,2% w styczniu 1991 roku do 3,1% na koniec 1993 roku, przyczynił się do większego zwrotu z inwestycji dla inwestorów. Pod koniec 1994 roku kapitalizacja rynkowa wszystkich funduszy REIT w obrocie giełdowym wynosiła 39 mld USD. Jest to ogromny wzrost w porównaniu do 5,6 mld USD na koniec 1990 roku²¹. W 1993 roku uchwalona została ustawa Omnibus Budget Reconciliation Act (OBRA). Miała ona znaczący wpływ na zwiększenie zainteresowania inwestorów REIT-ami. Przed ustawą istniało kilka ograniczeń własnościowych dotyczących własności instytucjonalnej REIT-ów. Dzięki ustawie fundusz emerytalny przestał być postrzegany jako pojedynczy akcjonariusz, tylko każdy członek funduszu był liczony indywidualnie. W rezultacie fundusze emerytalne i inni inwestorzy instytucjonalni mieli łatwiejszą możliwość posiadania akcji REIT, co napędzało popyt i powodowało wzrost cen akcji²². Kolejnym dokumentem, który usprawniał funkcjonowanie funduszy REITs była ustawa Taxpayer Relief Act z 1997 roku. Fundusze mogły oferować swoim najemcom niewielką liczbę niestandardowych usług. Koncepcja ta została dodatkowo wzmocniona przez następną ustawę REIT Modernization Act (RMA) z 1999 roku, która weszła w życie w 2001 roku. Ustawa umożliwiła REIT-om tworzenie podlegających opodatkowaniu spółek zależnych, które zwiększałyby potencjalne źródła dochodu²³. Kolejnym udogodnieniem było obniżenie wymogu wypłaty dywidendy z 95% do 90% dochodu do opodatkowania, co powiększyło potencjalne zatrzymane zyski. W połowie lat 90. nadal trwała hossa na rynku funduszy REITs. W 1996 roku wskaźnik NAREIT Equity REIT Index wskazał całkowity zwrot w wysokości 35,3%, a w 1997 roku wyniósł 20,3%. Wyniki te były w dużej mierze zasługą wyższego wzrostu zysków, wynikającego z przejęć i rozwoju. Niskie wartości nieruchomości oraz

²⁰ Strona internetowa <https://www.nytimes.com/1992/08/04/business/company-taubman-centers-mall-empire-go-public-big-developer-shed-debt-stock-sale.html>, (data dostępu: 11.12.2018).

²¹ Strona internetowa http://www.urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf, (data dostępu: 12.12.2018).

²² Su Han Chan, John Erickson, Ko Wang, *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities (Financial Management Association Survey and Synthesis)*, Oxford University Press, 2002, s. 30.

²³ Strona internetowa www.fundacjareits.pl/ustawodawstwo-dotyczace-reits-w-usa/ (data dostępu: 12.11.2018).

atrakcyjne koszty kapitałowe zapewniły rozwój portfeli. Jednak znaczny popyt na nieruchomości spowodował wzrost ich cen, prowadząc do przeszacowania istniejących portfeli i wzrostu cen akcji²⁴.

3.4. Lata 2000-2018

W 2000 roku powstał pierwszy fundusz indeksowy typu ETF (exchange traded funds) – iShares Dow Jones U.S Real Estate Index Fund. Rok później powstał pierwszy globalny indeks dla REIT-ów - EPRA/NAREIT Global Real Estate Index. Dzięki temu akcje REIT-ów miały szansę brać udział w strategiach inwestycyjnych globalnych firm inwestycyjnych. Lata 2000-2002 były okresem stabilizacji. Pomimo zmniejszenia się liczby funduszy z 203 w 1999 roku do 176 w 2002 roku to kapitalizacja sektora zwiększyła się z 124 mld USD do 162 mld USD²⁵. W 2003 roku ustawa Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act obniżyła stawki podatku dochodowego od większości dywidend i zysków kapitałowych dla osób fizycznych do 15% ze zwykłej krańcowej stawki podatkowej, która wynosiła 35%. Założeniem było wyeliminowanie podwójnego opodatkowania. Jednak REIT-y nie kwalifikowały się do obniżki podatków, ponieważ generalnie nie płacą podatków od przedsiębiorstw. W związku z tym opodatkowano dywidendy po zwykłej stawce krańcowej. W ciągu kolejnych lat jednoczesne połączenie niskich stóp procentowych z łatwym dostępem do kapitału dłużnego doprowadziło do jednej z największych baniek na rynku nieruchomości komercyjnych w historii. Za szczytowy moment baniki uważa się przejęcie największego REIT-u w tamtym okresie Equity Office Properties przez Blackstone za 38,3 mld USD. Umożliwiło to funduszowi Blackstone nabyć aktywa w wartości hurtowej, a następnie sprzedawać duże części portfela po cenach detalicznych. Dobra sytuacja na rynku nieruchomości w USA zakończyła się w lutym 2007 roku. Fundusze inwestujące w papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką zaczęły ujawniać problemy, które przeniosły się przez rynki kapitałowe i spowodowały poważne utrudnienia na rynkach sekurytyzacji wierzytelności. Na pogorszenie się sytuacji w branży funduszy REITs miało wpływ także bankructwo Lehman Brothers w 2008 roku. W czasie kryzysu finansowego indeksy REITs zanotowały bardzo dynamiczne

²⁴ Strona internetowa www.urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf (data dostępu: 12.12.2018).

²⁵ Strona internetowa www.fundacjareits.pl/kamienie-milowe-w-rozwoju-reits-w-usa-cz-ii-lata-1994-obecnie/ (data dostępu: 14.12.2018).

spadki²⁶. Pomimo niekorzystnych warunków na rynku sektor REIT-ów szybko powrócił na ścieżkę rozwoju, a ilość funduszy i kapitalizacja stale rosła. W 2012 roku udowodniono pozytywną rolę akcji REIT-ów w optymalizacji planów emerytalnych. Portfel inwestycyjny, który zawierał akcje REIT-ów osiągnął stopę zwrotu o 10% wyższą niż bez takich akcji. W 2015 roku Prezydent Barack Obama podpisał ustawę Protecting Americans. Miała ona wpływ na odsetki od kredytów oraz na instrumenty dłużne emitowane przez publiczne REIT-y²⁷. Obecnie (2018r.) sytuacja na rynku amerykańskim sprzyja dalszemu rozwojowi funduszy typu REIT. Ustawa Tax Cuts and Jobs Act z 2017 roku, będąca skutkiem reformy podatkowej, zawiera kilka przepisów, które są szczególnie korzystne dla inwestorów inwestujących w nieruchomości. Niektóre z nich wpływają bezpośrednio na sytuację REITs. Nowa ustawa podatkowa zezwala na przykład na 20-procentową możliwość odliczenia zwykłych dywidend REIT. Najbardziej korzystne jest to dla inwestorów, którzy mają dostęp do najstabilniejszych funduszy. Niektóre sektory REITs są szczególnie nastawione na wzrost dochodów. Jest nim sektor opieki zdrowotnej. Zwiększa się także zapotrzebowanie na zaawansowane technologicznie biura i magazyny. Nowe możliwości stwarza też budownictwo wielorodzinne, a budynki jednorodzinne mogą skorzystać z zwiększonego popytu na wynajem i braku innych przystępnych cenowo opcji mieszkaniowych²⁸. Rynek REIT-ów jest głównie zdominowany przez fundusze kapitałowe, które skutecznie wspomagają amerykańską gospodarkę, będąc właścicielami aktywów o wartości ponad 2 bilionów dolarów i ponad 200 000 nieruchomości w USA²⁹.

Podsumowanie

Stany Zjednoczone były pierwszym krajem na świecie, w którym zaczęły powstawać i rozwijać się fundusze typu Real Estate Investment Trust. Od lat 60. XX wieku amerykański sektor REIT-ów bardzo się rozwinął i stał się wzorem dla wielu krajów na świecie. Ciągłe zmiany w

²⁶ Strona internetowa www.urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf, (data dostępu: 17.12.2018).

²⁷ Strona internetowa www.fundacjareits.pl/kamienie-milowe-w-rozwoju-reits-w-usa-cz-ii-lata-1994-obecnie/ (data dostępu: 14.12.2018).

²⁸ Strona internetowa, www.money.usnews.com/investing/real-estate-investments/articles/2018-02-02/3-reasons-to-revisit-reits-in-2018, (data dostępu: 14.12.2018).

²⁹ Strona internetowa, www.reit.com/what-reit/types-reits/guide-equity-reits, (data dostępu: 14.12.2018).

amerykańskiej gospodarce wymuszały liberalizację modelu prawno-podatkowego sektora REITs co wpłynęło na powstawanie korzystnych warunków inwestowania. Inwestowanie w nieruchomości przez fundusze REITs stwarza dla indywidualnych inwestorów wiele korzyści i możliwości lokowania swoich środków w różne rodzaje funduszy REITs. Na przestrzeni lat można zauważyć dynamiczne zmiany i postęp w funkcjonowaniu podmiotów REITs, które są skutkiem zmieniającej się koniunktury rynkowej.

Bibliografia

- Antkiewicz S., Kalinowski M., *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa, 2008.
- Brown G., *Urstadt Biddle Properties: The History of a Reit 1969-2007*, Xlibris, 2008.
- Strona internetowa Dealbook, www.dealbook.nytimes.com.
- Strona internetowa Fundacja Reits, www.fundacjareits.pl.
- Han Chan S., Erickson J., Wang K., *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities (Financial Management Association Survey and Synthesis)*, Oxford University Press, 2002.
- Strona internetowa Investopedia, www.investopedia.com.
- Strona internetowa Iret, www.iret.org.
- Mazurczak A., *Znaczenie funduszy nieruchomości typu real estate investment trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, 2011.
- Michaluk R., *REITs – Istota, charakterystyka oraz długoterminowa efektywność inwestycji w odniesieniu do rynków akcji. (w :) Inwestowanie: instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2011.
- Strona internetowa Money Usnews, www.money.usnews.com.
- Strona internetowa Nytimes, www.nytimes.com.
- Papież R., *Strategia globalizacji jako przesłanka ekspansji funduszy inwestycyjnych na rynkach nieruchomości (w :) Inwestycje i nieruchomości: wyzwania XXI wieku*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2011.
- Strona internetowa Reit, www.reit.com.
- Strona internetowa Urbanland, www.urbanland.uli.org.

Streszczenie

W artykule przedstawiono przyczyny i istotę powstania funduszy typu real estate investment trust w Stanach Zjednoczonych, które są alternatywną formą inwestowania na rynku nieruchomości. Następnie wymieniono

warunki jakie podmiot musi spełnić, aby działać na uprzywilejowanym systemie podatkowym. Omówiono główne zalety funduszy, które są korzystne dla indywidualnych inwestorów. Są nimi stałe i wysokie dywidendy, dywersyfikacja portfela inwestycyjnego, transparentność, bezpieczeństwo, wysoka płynność oraz sprawne zarządzanie. Następnie wymieniono i opisano rodzaje funduszy REITs. Ze względu na przedmiot finansowania fundusze REITs dzielą się na kapitałowe, hipoteczne oraz hybrydowe. Następnie rozróżnia się REIT-y publiczne, publiczne nienotowane oraz prywatne. Ostatni podział REIT-ów został dodatkowo porównany w tabeli 1. Przedstawiono historię powstania funduszy typu REIT z podziałem na etapy. Opisano wydarzenia jakie miały miejsce na rynku amerykańskim i wpływały na kształtowanie się struktury funduszy typu real estate investment trust. Dane przedstawiły dynamiczny rozwój tego sektora na rynku nieruchomości, który na przestrzeni lat osiąga coraz lepsze wyniki i jest formą inwestowania godną uwagi inwestorów.

DEVELOPMENT OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST IN THE UNITED STATES

Summary

The article presents the reasons and the essence of establishing real estate investment trust in the United States, which is an alternative form of investing in the real estate market. Then, the conditions that the entity must meet to operate on the privileged tax system are listed. The main advantages of funds are discussed, which are beneficial for individual investors. They are fixed and high dividends, diversification of the investment portfolio, transparency, security, high liquidity and efficient management. The types of REITs funds are then listed and described. Due to the subject of financing, REITs funds are divided into capital, mortgage and hybrid funds. Then, public, unlisted and private REITs are distinguished. The last division of REITs has been additionally compared in table 1. The history of the creation of REIT funds with the breakdown into phases is presented. The events that took place on the US market were described and influenced the structure of real estate investment trust. The data presented the dynamic development of this sector on the real estate market, which over the years has been achieving better and better results and is a form of investing worthy of investors' attention.