

Współczesna Gospodarka



Contemporary Economy
Electronic Scientific Journal
[Współczesna Gospodarka \(ug.edu.pl\)](http://Współczesna.Gospodarka(ug.edu.pl))

Vol. 13 Issue 1 (2022) 11-25
ISSN2082-677X
DOI [10.26881/wg.2022.1.02](https://doi.org/10.26881/wg.2022.1.02)

PERSPEKTYWY WPROWADZENIA REIT-ÓW DO POLSKIEGO PORZĄDKU PRAWNEGO

Alicja Kozarzewska

Streszczenie

Cel. Analiza możliwości wykorzystania PL REIT dla ożywienia sektora mieszkań na wynajem w Polsce oraz wskazanie elementów umożliwiających biznesowe wykorzystanie tych instrumentów.

Metoda. Analiza ostatniego projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości, która to miała wprowadzić REIT-y do polskiego porządku prawnego w 2019 r. oraz tekstu wcześniejszego projektu ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, która miała wprowadzić ten wehikuł inwestycyjny w 2017 r. – prześledzenie ewolucji. Zapisy projektów ustaw porównano z wnioskami wynikającymi z prowadzonej obecnie przez ekspertów dyskusji. Zestawiono proponowane w Polsce rozwiązania z 2018 r. z rozwiązaniami stosowanymi w Unii Europejskiej. Przeanalizowano literaturę przedmiotu (polsko oraz anglojęzyczną), raporty oraz dane makroekonomiczne z zakresu prawa, makroekonomii, polityki gospodarczej i finansów.

Wyniki. Projekt ustawy dopuszczający możliwość inwestowania jedynie w mieszkania na wynajem budzi wątpliwości. Inwestowanie w nieruchomości jest procesem długotrwałym, a zbudowanie odpowiednich struktur organizacyjnych, zatrudnienie ekspertów oraz opracowanie ścieżek postępowania wymaga czasu. Inwestorzy mogą obawiać się zagrożeń związanych z REIT-ami, zapewnienie ich bezpieczeństwa będzie wymagało utworzenia podmiotów kontrolnych oraz nadania im odpowiednich uprawnień i roli, zapewniając w ten sposób odpowiedni nadzór. Dla prawidłowego funkcjonowania REIT-ów niezbędny jest znaczny kapitał pochodzący zarówno od inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Przyciągnięcie kapitału inwestorów indywidualnych będzie wymagało wprowadzenia stymulatora, czynnika mobilizującego.

Słowa kluczowe: REIT, fundusz inwestycyjny, rynek nieruchomości, nieruchomość komercyjna, nieruchomość mieszkaniowa

Klasyfikacja JEL: L51

Wstęp

Zakup nieruchomości mieszkaniowej to opcja lokowania kapitału, która jest często wybierana przez polskie społeczeństwo. Wynika to zarówno z bardzo niskich stóp oprocentowania lokat bankowych, ciągłego wzrostu wartości nieruchomości mieszkaniowych, jak i ze stabilności tego sektora. Zakup nieruchomości wymaga jednak zgromadzenia znacznego kapitału, co może uniemożliwić lub utrudniać podjęcie decyzji o takiej inwestycji. Pozwala natomiast na ochronę zaangażowanego kapitału przed inflacją, uzyskanie dodatkowych dochodów z czynszów oraz pozyskanie dodatkowego kapitału inwestycyjnego dzięki temu, że prawną formą zabezpieczenia wiarygodności może być ustanowienie hipoteki. Na rynku nieruchomości możliwe są inwestycje bezpośrednie lub pośrednie (Jurek-Maciak, 2007). Inwestycjami bezpośrednimi są inwestycje rzeczowe polegające w tym przypadku na zakupie danej nieruchomości. Inwestycjami pośrednimi są inwestycje w instrumenty finansowe. Inwestycje bezpośrednie charakteryzują się długoterminowością i niską płynnością (Kucharska-Stasiak, 2006). Alternatywą dla zakupu nieruchomości jest inwestycja w instrumenty finansowe. Istotą takiej inwestycji jest nabywanie udziałów lub akcji przedsiębiorstw, jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych lub zakup papierów wartościowych, związanych z rynkiem nieruchomości (Gierałtowska, 2017).

REIT (Real Estate Investment Trust) to nowoczesne instrumenty służące do inwestowania pośredniego na rynku nieruchomości. Funkcjonują one w formie spółek specjalnego przeznaczenia lub funduszy inwestycyjnych. Spółki akcyjne, które są dominującą formą prawną REIT, zapewniają płynność inwestycji (Chan et al., 2003). Skrót REIT pochodzi od angielskiego wyrażenia Real Estate Investment Trust, co tłumaczone jest na język polski, jako spółka rynku wynajmu nieruchomości. Pierwszym krajem, który wprowadził akt prawny regulujący działalność REIT-ów, były Stany Zjednoczone w 1960 r. Na terenie Europy prekursorem była Holandia, która stosowaną ustawę wprowadziła w 1969 r. Aktualnie REIT-y są obecne w ponad 40 krajach, zarządzając aktywami o łącznej wartości ok. 1,7 biliona USD (Kwaśniak, 2021). Ramy prawne REIT-ów są definiowane w aktach prawnych poszczególnych państw. Powszechność tego rozwiązania nie pozwoliła na wypracowanie wspólnych, jednolitych norm prawnych na terenie Unii Europejskiej. Wspólna jest natomiast ogólna idea REIT-ów, jako wehikułu pozwalającego na inwestowanie na rynku nieruchomości osobom o ograniczonych możliwościach finansowych przy jednoczesnych atrakcyjnych ulgach podatkowych. Ukształtowanie aktów prawnych wprowadzających REIT-y jest zależne nie tylko od warunków globalnych, ale też od uwarunkowań lokalnych. Obecność REIT-ów w tak wielu krajach spowodowała dostosowanie ich formuły do regionalnej koniunktury, kondycji sektorów oraz kontekstu kulturowego.

Celem artykułu była analiza możliwości wykorzystania PL REIT dla ożywienia rynku mieszkaniowego w Polsce oraz wskazanie elementów umożliwiających biznesowe wykorzystanie tych instrumentów. W niniejszym artykule przedstawiono główne zapisy ostatniego projektu ustawy oraz przedstawiono obecnie trwającą dyskusję na ten temat możliwości ich modyfikacji. Opracowanie zostało wzbogacone o zmiany jakie zaszły pomiędzy wcześniej istniejącym projektem ustawy, a jej ostatecznym kształtem, w którym została złożona do uchwalenia w 2018 r. przez Sejm. Prześledzenie tej ewolucji pozwoliło na zaobserwowanie zmian celu, jaki przyświecał ustawodawcy. W artykule dokonano porównania proponowanych w Polsce rozwiązań z 2018 r. z rozwiązaniami stosowanymi w Unii Europejskiej. Szczególną uwagę poświęcono sformułowaniu oceny perspektyw wprowadzenia tego rozwiązania w Polsce w odniesieniu do doświadczeń krajów Europy Zachodniej. Artykuł stanowi wkład do obecnie prowadzonej debaty na temat formy i możliwości wdrożenia tego wehikułu inwestycyjnego w Polsce.

Niniejszy artykuł powstał w oparciu o przegląd aktualnej literatury przedmiotu (polsko oraz anglojęzycznej), raportów oraz danych makroekonomicznych. Studia literaturowe obejmowały publikacje z zakresu prawa, makroekonomii, polityki gospodarczej i finansów. W artykule przeanalizowano akty prawne i ich wybrane zapisy, porównano z istniejącymi regulacjami prawnymi państw Unii Europejskiej. Artykuł ma charakter syntezujący aspekty prawno-ekonomiczne.

1. Ogólne założenia REIT-ów

Pierwszym funduszem inwestycyjnym typu REIT był The Boston Personal Property Trust, powstał on w Stanach Zjednoczonych w 1893 r. Pierwsza ustawa regulująca działalność REIT-ów, REIT Act, została wprowadzona w Stanach Zjednoczonych dopiero w 1960 r. (Mizerski, 2017). Rozpoczęła ona erę rozpowszechniania się REIT-ów na świecie. Kryzys lat 70. oraz recesja, która nastąpiła w latach 80. XX w. doprowadziły do spadku wyników finansowych tych funduszy. To z kolei wymusiło na Kongresie Stanów Zjednoczonych wprowadzenie zmian w prawie, które zwiększyły rentowność tych inwestycji oraz poprawiły ich atrakcyjność. Wypracowany wzorzec amerykański wciąż stanowi punkt odniesienia dla wprowadzania oraz rozwijania i modyfikacji prawa związanego z tymi funduszami (Gierałtowska, 2017).

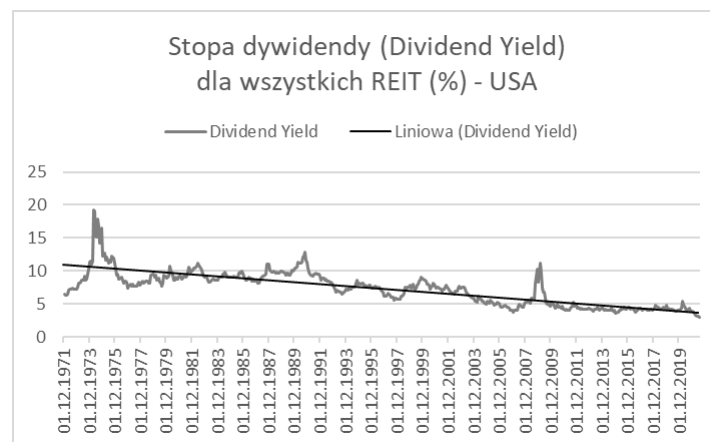
Inwestowanie w REIT-y może przynieść zyski kapitałowe. Jednak inwestując w REIT głównym celem nie jest samo uzyskiwanie giełdowego wzrostu wartości (Lee et al., 2004). Z założenia REIT-y nie są też przedmiotem spekulacji. Główną zasadą działania REIT-ów jest wypłacanie dla inwestorów dywidendy (w okresach rocznych, półrocznych lub kwartalnych), przy jednoczesnych korzyściach podatkowych, które mają przeważnie formę zwolnienia z podatku CIT. Przeciętnie wysokość dywidendy wynosi 80-85% zysku wygenerowanego przez REIT-y i podmioty zależne (rys. 1).



Rysunek 1. Wysokości dywidend w wybranych krajach Europy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Global REIT Survey 2021 (2021).

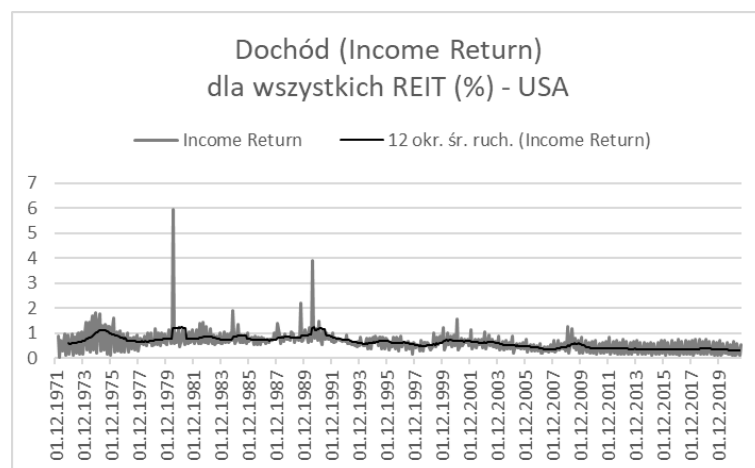
Należy zwrócić uwagę, że stopa zwrotu z inwestycji (rys. 2) tego typu jest zależna od większej liczby czynników takich, jak sytuacja na rynku nieruchomości i rynku finansowym niż w przypadku ulokowania kapitału w pojedynczą nieruchomość (Ball et al., 1999).



Rysunek 2. Procentowa wartość stopy dywidendy (Dividend Yield) dla wszystkich REIT-ów z USA z okresu 01.01.1972-30.07.2021

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT Monthly Historical Returns.

Zgodnie z ideą REIT-ów, przedmiotami inwestycji są nieruchomości, których podstawową cechą jest stałe przynoszenie dochodu. Są to przeważnie nieruchomości komercyjne przeznaczone pod wynajem takie jak magazyny, centra handlowe lub biura (Eichholtz et al., 2007). Zakup nieruchomości komercyjnej wymaga znacznego kapitału, który jest niedostępny dla większości społeczeństwa (Trzebiński, 2013). REIT-y umożliwiają inwestowanie w rynek nieruchomości o najwyższej klasie, przy jednoczesnym wykorzystaniu niewielkich funduszy. Jest to możliwe, ponieważ kupując akcje REIT-u inwestujemy w spółkę (w podmiot), a nie bezpośrednio w daną, określoną nieruchomość. Dzięki temu REIT-y pozwalają na inwestowanie w nieruchomości z różnych sektorów inwestorom instytucjonalnym, jak i indywidualnym. Rozszerzenie możliwości inwestycyjnych dla inwestorów indywidualnych jest szczególnie istotne, ponieważ pozwala na pozyskanie dodatkowego kapitału. Kapitał ten pozytywnie wpływa na rozwój sektora, w który REIT-y inwestują. To z kolei przyczynia się do rozwoju firm inwestycyjnych i deweloperskich.

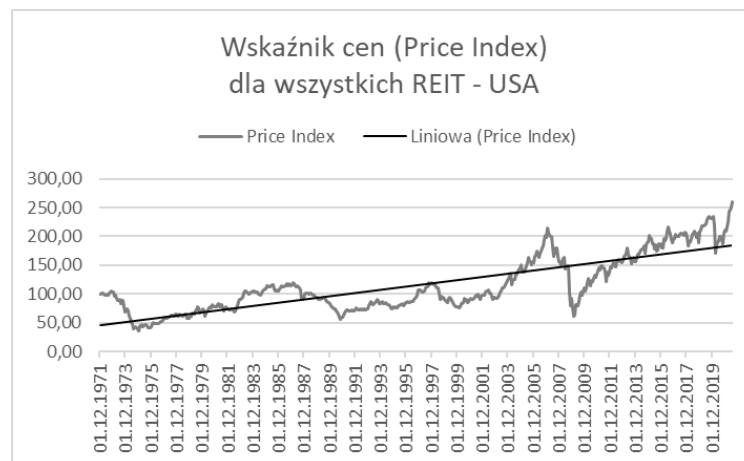


Rysunek 3. Procentowa wartość dochodu (Income Return) dla wszystkich REIT-ów z USA z okresu 01.01.1972-30.07.2021

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT Monthly Historical Returns.

Cechą, która może być szczególnie atrakcyjna dla inwestorów indywidualnych jest wysoka płynność REIT-ów. W razie zmiany decyzji lub nieoczekiwanych zdarzeń można łatwo wycofać zaangażowany kapitał. Łatwość wejścia i wyjścia z rynku jest cechą, która istotnie je odróżnia od inwestycji bezpośrednich w nieruchomości. Dodatkowo REIT-y wykazują niską korelację z innymi aktywami, co może być szczególnie atrakcyjne w czasie niepewności gospodarczej. Zaletą jest również duża stabilność tych instrumentów (rys. 3). Wynika ona z samej jakości nieruchomości wchodzących w skład portfela, jak i z powszechnej praktyki notowania REIT-ów na giełdzie, co stanowi element kontrolny tych podmiotów. Dodatkową zaletą REIT-ów jest zwiększenie udziału kapitału krajowego w rynku nieruchomości. Wniosek ten można wyciągać na podstawie analizy efektów wprowadzenia REIT-ów w takich krajach, jak Irlandia, Hiszpania i Francja. Ekspert podkreśla jednak, że taka inwestycja podlega ryzykom związanym z samym rynkiem nieruchomości. Pomimo lat, które upłynęły od kryzysu z 2007 r., stabilnej sytuacji na rynku, zaostrzenia polityki kredytowej oraz braku oznak zbliżającej się destabilizacji rynku, część osób wciąż odczuwała obawy przed tego typu inwestycjami.

Globalny rynek REIT-ów wykazuje długoterminowy trend wzrostowy (rys. 4). Pandemia COVID-19 wpłynęła na pogorszenie sytuacji w sektorze nieruchomości komercyjnych. Zdaniem Calvina Schnure, starszego ekonomisty Nareit, w gospodarce odczuwalny jest stan napięcia i niepewności, ale obecne wyniki operacyjne w branży REIT wskazują, że w nadchodzącym roku może pojawić się pewien potencjał wzrostowy (Borchersen-Keto, 2020).



Rysunek 4. Wskaźnik cen (Price Index) dla wszystkich REIT-ów z USA z okresu 01.01.1972-30.07.2021. Wskaźnik cen o stałej podstawie z bazową wartością w 1971 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NAREIT Monthly Historical Returns.

Prognoza, ocena ryzyka i możliwości dalszej ekspansji sektora nieruchomości komercyjnych zależą od czasu trwania pandemii, wprowadzanych obostrzeń oraz od tego, czy zmiany w zachowaniach konsumentów i najemców okażą się przejściowe, czy będą miały trwały charakter.

2. Proces wprowadzania REIT-ów do polskiego porządku prawnego

Pierwszymi instrumentami finansowymi, które miały pozwolić na zwiększenie zaangażowania rodzimego kapitału na polskim rynku nieruchomości, były specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte wprowadzone ustawą z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych. W praktyce na podstawie tego aktu prawnego nie powstał żaden fundusz nieruchomości ze względu na zbyt restrykcyjne przepisy prawne. Dopiero wprowadzona w 2004 r. nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych (tytuł zmieniony ustawą z 31.03.2016 r. na „Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi”) pozwoliła na tworzenie funduszy nieruchomości (Trzebiński, 2018). Wprowadzenie nowej ustawy w 2004 r., zamiast nowelizacji ustawy już istniejącej z 2000 r., wskazuje na ogrom wprowadzonych zmian. Ich celem było m. in. dostosowanie polskiego prawa do obowiązujących regulacji Unii Europejskiej w zakresie funduszy inwestycyjnych (Pochmara et al., 2004). Zdecydowana większość powstałych dotychczas funduszy nieruchomości w Polsce jest funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi aktywów niepublicznych, które są skierowane do wąsko określonego grona inwestorów lub wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych¹.

W październiku 2016 r. pojawił się pierwszy projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości wprowadzającej REIT-y do polskiego porządku prawnego (Projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, 2017). Ważnym orędownikiem wprowadzenia REIT-ów do Polski była Giełda Papierów Wartościowych dopatrująca się w nich metody na zwiększenie płynności giełdy (Gierałtowska, 2017). W 2018 r. Resort Finansów wycofał projekt ustawy, który był już po etapie uzgodnień, konsultacji publicznych i opiniowania. Został on zastąpiony projektem nowego aktu prawnego – ustawą o firmach inwestujących w najem nieruchomości (F.I.N.N.). Organem odpowiedzialnym za opracowanie projektu było Ministerstwo Finansów. Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy dnia 25 września 2018 r. z autopoprawką, realizując planowany termin przyjęcia. Zdecydowała o skierowaniu go do Sejmu tym samym upoważniając Ministra Finansów do prezentowania stanowiska Rządu w toku prac parlamentarnych. Zgodnie ze sprawozdaniem (Sprawozdanie Komisji Finansów Publicznych..., 2018) Komisja Finansów Publicznych po rozpatrzeniu projektu ustawy, druku nr 2855 (Druk Sejmowy nr 2855, 2018), wniosła o uchwalenie go przez Sejm. Od tego czasu nie nastąpiły dalsze prace legislacyjne. Sejm VIII kadencji (lata 2015-2019) nie uchwalił projektu. Zatem zgodnie z zasadą dyskontynuacji projekt został zamknięty – Parlament nie rozpatruje projektów nieuchwalonych w czasie trwania poprzedniej kadencji. Na chwilę obecną ustawodawca zapewnia o podjęciu działań w celu wprowadzenia REIT-ów do polskiego porządku prawnego. Nowy projekt ustawy miał zostać przekazany do prac parlamentarnych do 2021 roku (Projekt ustawy o REIT-ach..., 2021), jednak zgodnie z informacją Ministerstwa Finansów zespół międzyresortowy opracowujący założenia do nowej wersji projektu ustawy rozpoczął prace na początku 2022 r. 26 lipca 2021 r. miało miejsce inauguracyjne posiedzenie zespołu (Wiceminister Anna Kornecka otworzyła..., 2021). W pracach uczestniczą również przedstawiciele organów administracji rządowej, instytucji, organizacji oraz specjaliści i eksperci. Wiceminister rozwoju Anna Kornecka, która w czasie swojej kadencji miała być odpowiedzialna za prowadzone prace, zadeklarowała, że „[...] nie będzie ten sam projekt, który powstał ponad trzy lata temu, choć posłuży on jako materiał do prac nad opracowaniem nowego.” (Mózgowiec, 2021)

Unia Europejska planuje wprowadzenie jednolitych ram regulacyjnych UE REIT. Jest to perspektywa odległa ze względu na potrzebę rozstrzygnięcia kwestii podatkowej przy specyfice prawodawstwa podatkowego krajów członkowskich (Campbell et al., 2002). Niemniej jednak,

¹ Zgodnie z danymi Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (źródło: <https://www.izfa.pl/raporty>)

Polska będzie zobowiązana implementować rozwiązania te do obowiązującego systemu prawnego. Powoduje to, że wdrożenie REIT-ów do Polski staje się nieodzowne (Papież, 2021).

3. Główne założenia projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości

Projekt ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości określał zasady ich funkcjonowania oraz spółek zależnych. Zgodnie z art. 3 projektu ustawy polski REIT (F.I.N.N.) miałby formę spółki akcyjnej, której przedmiotem przeważającej działalności byłby najem nieruchomości mieszkalnych. Zgodnie z oceną skutków regulacji celem ustawy było „zwiększenie możliwości i atrakcyjności w inwestowaniu i podejmowaniu działalności w sektorze rynku nieruchomości mieszkalnych na wynajem, a także zwiększenie zaangażowania kapitału krajowego na tym rynku.” (Druk Sejmowy nr 2855, 2018, s. 25). Należy zauważyć, że legislator dopuścił tylko formę spółki akcyjnej, która charakteryzuje się dużą złożonością i wysokim stopniem skomplikowania (Dz.U. 2020, poz. 1526). Dopuszczono jedynie formę spółki akcyjnej, ponieważ fundusze inwestycyjne zamknięte powinny dalej oferować pośrednictwo komplementarne względem REIT-ów. Pozwoli to też polskim REIT-om na konkurowanie w przyszłości z podmiotami zagranicznymi lub umożliwi wchodzenie w fuzje lub porozumienia. Czynniki te mogłyby jednak zniechęcić przedsiębiorców, zarówno do zakładania REIT-ów w Polsce, jak i do przekształcania w REIT-y już istniejących przedsiębiorstw (Uwagi zgłaszane na etapie konsultacji publicznych..., 2018). Nie została przewidziana też żadna zachęta, która miałaby skłonić podmioty do przekształceń.

Firma taka miała spełniać kluczowe warunki:

„Art. 7. 1. Firma inwestująca w najem nieruchomości jest obowiązana:

1) utrzymywać wartość stanowiących jej własność nieruchomości mieszkalnych oraz udziałów lub akcji spółek zależnych na poziomie nie niższym niż 80% wartości bilansowej aktywów firmy;

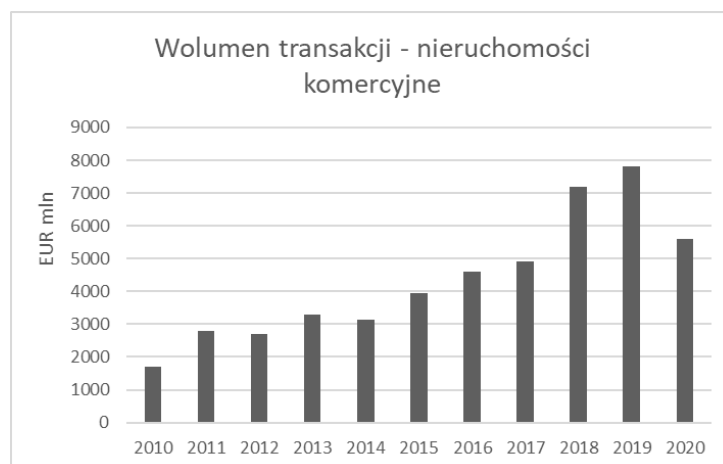
2) uzyskiwać co najmniej 90% przychodów z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych stanowiących jej własność lub z odpłatnego zbycia tych nieruchomości, które były przed ich zbyciem wynajmowane przez firmę co najmniej przez rok, lub z tytułu udziałów w spółkach zależnych lub ze sprzedaży udziałów lub akcji spółek zależnych;

3) uzyskiwać przychody z najmu, o którym mowa w pkt 2, z co najmniej 5 nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej; [...]” (Druk Sejmowy nr 2855, 2018)

Zamierzenie ustawodawcy, aby wzmocnić sektor nieruchomości mieszkaniowych, mogło być zrozumiałe biorąc pod uwagę jego kondycję oraz wczesną fazę rozwoju. Szacuje się, że tylko ok. 4,5% mieszkań znajduje się w najmie rynkowym (Raport. Stan mieszkalnictwa w Polsce, 2020). Wspecjalizowane podmioty instytucjonalne wciąż są rzadkością na rynku. REIT ze swojej natury nie mają być przedmiotem spekulacji giełdowej, a inwestycją, w której ogromną rolę odgrywa zrównoważony, zdywersyfikowany portfel odporny na zmiany rynkowe (Chen et al., 2005). Koncepcja REIT-ów mieszkaniowych nie odpowiada na potrzebę zbudowania niejednorodnego portfela, który zapewniłby stabilność inwestycyjną. Brak funkcjonowania REIT-ów, nawet w ograniczonej do zabudowy mieszkaniowej formie, przed wybuchem pandemii COVID-19 uniemożliwił odkupywanie przez F.I.N.N. mieszkań z rynku wtórnego od osób, które indywidualnie zainwestowały w mieszkania pod wynajem i w czasie recesji nie są w stanie obsługiwać kredytów, które zaciągnęły na ich zakup.

Poprzedni projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości z 2017 r. umożliwił inwestowanie zarówno w nieruchomości mieszkaniowe, jak i w komercyjne, poprzez zapis w brzmieniu: „Przez nieruchomości rozumie się budynki trwale związane z gruntem lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu

przedmiot własności.” (Projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, 2017) W kolejnej wersji ustawy legislator diametralnie zmienił kierunek rozwoju REIT-ów skupiając się jedynie na mieszkaniach na wynajem i eliminując możliwość inwestowania w inne nieruchomości (Papież, 2020). Tym samym rząd zrezygnował ze wzmocnienia sektora nieruchomości komercyjnych. Polski rynek nieruchomości komercyjnych został zdominowany przez kapitał zagraniczny, którego szacunkowy udział wynosi powyżej 95%. Niski odsetek kapitału krajowego może stanowić zagrożenie dla rynku. Pojawienie się atrakcyjnych uwarunkowań i opcji inwestycyjnych w innym regionie świata może doprowadzić do odpływu inwestorów, kapitału, szerokiego wychodzenia z inwestycji w Polsce, a co za tym idzie do destabilizacji rynku. Szansą, którą oferuje wprowadzenie REIT-ów w ich tradycyjnym kształcie, jest zwiększenie udziału kapitału krajowego w rynku nieruchomości komercyjnych. Zbliżyłoby to Polskę do wartości osiąganych w Unii Europejskiej. W Europie Środkowo-Wschodniej poziom ten wynosi od 20% do 40% (Dankowska et al., 2021). Eksperti, w tym Polski Związek Firm Deweloperskich, nieprzerwanie wskazują na potrzebę wprowadzenia w nowej wersji ustawy szerokiego zakresu przedmiotowego co do rodzajów nieruchomości, w które REIT-y mogłyby inwestować. Jest to związane z dobrą koniunkturą na polskim rynku nieruchomości komercyjnych – 2019 r. był rokiem rekordowym pod względem wysokości wolumenu transakcji (rys. 5).



Rysunek 5. Wolumen transakcji na polskim rynku nieruchomości komercyjnych w latach 2010-2020

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów z lat 2010-2020 PKO Bank Polski „Nieruchomości komercyjne”.

Pomimo pandemii COVID-19 oraz jej wyraźnego wpływu na ten segment rynku nastroje wciąż są dobre (Rynek komercyjny wobec drugiej fali..., 2020). Oczywisty jest jednak fakt, że ograniczenia związane z pandemią odbijają się na rynku w dłuższej perspektywie, ze względu na długi proces inwestycyjny (transakcja jest poprzedzona sporządzeniem due diligence oraz długim procesem negocjacyjnym, umowy czynszowe podpisywane są na okresy kilkuletnie).

3. Polski REIT – dyskusja

Mimo upływu 17 lat od uchwalenia ustawy o funduszach inwestycyjnych polski rynek funduszy nieruchomości jest wciąż rynkiem stosunkowo młodym. Charakteryzuje się niższym stopniem zróżnicowania oferowanych na nim produktów i niższą konkurencyjnością niż na dojrzałych rynkach europejskich. Pomimo ciągłego rozwoju ma on niewielki wpływ na wzrost i

dobrą koniunkturę rodzimego rynku nieruchomości (Mazurczak, 2011). Sytuacja ta mogłaby ulec zmianie po wprowadzeniu REIT-ów do Polski. W Polsce podmioty typu REIT również są obecne, ale nie bezpośrednio. Szacuje się, że w 2021 r. podmioty zagraniczne typu REIT posiadały w Polsce aktywa o wartości ponad 60 mld EUR (Kwaśniak, 2021).

Uchwalenie aktu prawnego nie gwarantuje zaistnienia REIT-ów w życiu gospodarczym. Szczególnie istotnym przykładem w kontekście możliwości wykorzystania REIT-ów dla rozwoju sektora mieszkań na wynajem jest Finlandia, gdzie legislator dopuścił inwestycje jedynie w nieruchomości mieszkaniowe. FIN-REIT zostały wprowadzone w 1997 r., lecz na podstawie tej wersji ustawy nie powstał żaden REIT. Dopiero nowelizacja ustawy z 2009 r. pozwoliła na zaistnienie w 2013 r. pierwszego fińskiego REIT, który został przekształcony w 2018 r. ponownie w firmę inwestycyjną ze względu na zbyt ograniczające wymagania FIN-REIT. Pozwala to na wnioskowanie, że ograniczenie przedmiotu inwestycji REIT-ów do nieruchomości mieszkaniowych w praktyce uniemożliwiło biznesowe wykorzystanie tych instrumentów. Pozostałe zapisy fińskiej ustawy były zbieżne z regulacjami wielu państw Europy Zachodniej, gdzie REIT-y funkcjonują. Jako wzorcową można wskazać procedurę wprowadzania REIT-ów przyjętą przez Wielką Brytanię, gdzie zostało powołane zostało ciało doradcze, którego zadaniem było badanie kondycji pierwszych REIT-ów. Następnie, na podstawie wyciąganych wniosków były wprowadzane modyfikacje ustawy. Podobną drogę przeszła Hiszpania, która REIT-y wprowadziła w 2009 r., a poprawioną wersję ustawy przyjęła w 2013 r. Tekst aktu prawnego z 2009 r. nie tworzył korzystnych warunków dla inwestorów, z tego względu legislator zdecydował się na wprowadzenie zmian. Zaowocowały one sukcesem hiszpańskich REIT-ów. (Global REIT Survey 2021, 2021)

Dynamika rozwoju REIT-ów w Polsce będzie przede wszystkim zależna od ograniczeń co do rodzaju nieruchomości, które będą mogły być przedmiotem inwestycji. Okrojenie zakresu jedynie do nieruchomości mieszkaniowych na wynajem budzi sprzeciw ekspertów. Rynek nieruchomości mieszkaniowych na wynajem wymaga dodatkowej stymulacji – zasadne jest ich dopuszczenie, w świetle doświadczeń Finlandii niezbędne wydaje się być również dopuszczenie inwestycji w nieruchomości komercyjne.

Popularność REIT-ów zależna będzie również od skuteczności prowadzenia akcji edukacyjnej zarówno wśród inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Polskiemu społeczeństwu brakuje wiedzy na temat nowych, zróżnicowanych form inwestowania. Wiedza na temat zalet oraz wad REIT-ów powinna być przedstawiona w przystępny sposób, aby z materiałami mogły zapoznać się osoby nie będące specjalistami. W Europie Zachodniej kapitał inwestorów indywidualnych zazwyczaj jest skupiony przez wyspecjalizowane fundusze inwestycyjne, które inwestują wyłącznie w REIT-y². Inwestorzy indywidualni rzadziej inwestują w REIT-y bezpośrednio, podobnie jak w przypadku inwestycji giełdowych. Przyciągnięcie kapitału inwestorów indywidualnych będzie wymagało wprowadzenia stymulatora, czynnika mobilizującego. Wskazać należy, że ograniczenie przedmiotu inwestycji REIT-ów jedynie do nieruchomości na wynajem ogranicza dywersyfikację oszczędności, na którą REIT-y Europy Zachodniej pozwalają.

Zaletą ograniczenia inwestycji REIT-ów jedynie do mieszkań na wynajem jest ochrona inwestorów indywidualnych przed zagrożeniami, które wiążą się z REIT-ami, gdy te inwestują w nieruchomości komercyjne. Potencjalnym zagrożeniem dla inwestorów indywidualnych jest fakt, że REIT-y mogą być zainteresowane wyjściem z aktywów, na zakup których nie zgłaszają popytu inwestorzy instytucjonalni. Zagrożenie to zostało podkreślone m. in. przez Narodowy Bank Polski w dołączonej do projektu ustawy Ocenie Skutków Regulacji (Druk Sejmowy nr 2855, 2018). Zauważono, że w czasie kryzysu zagraniczni inwestorzy kupujący obiekty o

² Schemat ten przebiega podobnie jak inwestowanie na giełdzie, gdzie przeciętnie inwestor indywidualny nie inwestuje samodzielnie swoich oszczędności. Na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych udział kapitału inwestorów indywidualnych w 2020 r. wynosił ok. 25% i był to rok rekordowy pod tym względem. [źródło: <https://www.gpw.pl/analizy>]

najwyższej klasie ustalają dumpingowe stawki czynszowe, co może spowodować pustostany w obiektach komercyjnych o niższym standardzie. Obiekty te mogą trafić do zasobów polskich REIT-ów ze względu na presję zakupów funduszy wchodzących na rynek oraz jednocześnie wycofywanie się dużych inwestorów z inwestycji o niskiej opłacalności. Dla zabezpieczenia interesów inwestorów instytucjonalnych, przy inwestowaniu przez REIT-y w nieruchomości komercyjne, kluczowa będzie rola państwa, które na poziomie ustawowym może takim działaniom przeciwdziałać. Ważne będzie utworzenie odpowiedniej ścieżki raportowania zapewniającej niezbędne dane oraz wypracowanie procedur wykrywających niepokojące komunikaty. Niezbędne będzie również utworzenie podmiotów kontrolnych oraz nadanie im odpowiednich uprawnień i ról, zapewniając w ten sposób odpowiedni nadzór. Instytucją kontrolną mogłaby być Komisja Nadzoru Finansowego (Dz.U. 2020, poz. 1896), która wydawałaby licencję oraz pełniła nadzór nad REIT-ami (Kwaśniak, 2021). Innym zagrożeniem, które będzie wymagało regulacji na poziomie ustawy jest ryzyko kursowe. Ryzyko to dotyczy REIT-ów inwestujących zarówno w nieruchomości komercyjne, jak i mieszkaniowe. Jego zminimalizowanie będzie wymagało wprowadzenia odpowiednich zmian w ustawach dotyczących bankowości.

Niezbędnym elementem umożliwiającym biznesowe wykorzystanie tych instrumentów będzie zgromadzenie przez REIT-y odpowiedniego kapitału. Samo zaangażowanie kapitału inwestorów indywidualnych może być niewystarczające. Zgodnie z szacunkami European Public Real Estate Association oraz NAREIT w Stanach Zjednoczonych około 44% amerykańskich gospodarstw domowych inwestuje w akcje REIT-ów (REITs by the Numbers, 2021). Zgodnie z opinią Radosława Świątkowskiego, prezesa REINO Capital, w Polsce niezbędne będzie zaangażowanie kapitału inwestorów instytucjonalnych (Roguski, 2021).

Ze względu na tożsamy charakter systemu prawnego występują podobieństwa pomiędzy polską a niemiecką strukturą pośrednictwa inwestycyjnego. Na niemieckim rynku pośrednictwa funkcjonują głównie fundusze inwestycyjne (podmioty reprezentujące model kontraktowy), w Polsce są one jedyną formą (Stec, 2005). Implementacja REIT w Niemczech powinien stanowić punkt odniesienia dla potencjalnego wdrożenia reżimu prawnego REIT w Polsce.

Podsumowując, jako czynniki zwiększające prawdopodobieństwo zaistnienia PL-REIT w życiu gospodarczym można wskazać:

1. Nadanie REIT-om formy spółki akcyjnej
2. Dopuszczenie szerokiego zakresu przedmiotowego co do rodzajów nieruchomości, w które REIT-y mogłyby inwestować: zarówno nieruchomości komercyjnych, jak i mieszkań na wynajem
3. Wprowadzenie dodatkowych zachęt (np. w formie dodatkowych ulg podatkowych) dla przedsiębiorstw, które dokonają przekształcenia w spółki typu REIT
4. Powołanie ciała doradczego, którego zadaniem byłoby badanie kondycji pierwszych REIT-ów
5. Utworzenie ścieżki raportowania (ze szczególnym uwzględnieniem analizy kluczowych danych) oraz wprowadzenie procedur wychytujących niepokojące symptomy, a następnie ciągłe doskonalenie wprowadzonych procedur
6. Utworzenie podmiotów kontrolnych oraz nadanie im odpowiednich uprawnień i ról – instytucją kontrolną mogłaby być Komisja Nadzoru Finansowego
7. Wprowadzenie odpowiednich zmian w ustawach dotyczących bankowości w celu zminimalizowania ryzyka kursowego
8. Wprowadzenie i promowanie wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych, które inwestują wyłącznie w REIT-y
9. Wprowadzenie kapitału inwestorów instytucjonalnych początkowo np. poprzez angażowanie kapitału państwowych jednostek organizacyjnych
10. Korzystanie z doświadczeń krajów o podobnym prawodawstwie – np. Niemiec:

- a. Przeanalizowanie zapisów niemieckiej ustawy oraz jej kolejnych zmian i reakcji rynku na zmiany prawa
 - b. Zorganizowanie przestrzeni wymiany wiedzy dla kluczowych ekspertów
11. Prowadzenie akcji edukacyjnej wskazującej na najważniejsze zalety REIT-ów:
- a. Ochrona kapitału przed inflacją
 - b. Wykorzystanie wzrostu wartości nieruchomości
 - c. Zapewnienie bezpieczeństwa, dzięki samej stabilności sektora nieruchomości oraz notowaniu REIT-ów na giełdzie
 - d. Wysoka płynność inwestycji
 - e. Skorzystanie z ulg podatkowych
 - f. Niska korelację z innymi aktywami
 - g. Wspieranie rodzimej gospodarki poprzez zwiększenie udziału kapitału krajowego w rynku nieruchomości.

Zakończenie

Obecnie struktury REIT funkcjonują w ok. 40 krajach, stanowią szeroki i zróżnicowany zbiór sprawdzonych rozwiązań, które mogą służyć za inspirację przy tworzeniu ram prawnych polskiego REIT-u. Prawidłowe ukształtowanie rodzimej ustawy będzie wymagało wzięcia pod uwagę uwarunkowań globalnych, dostosowania do prawodawstwa Unii Europejskiej, do istniejącego w Polsce otoczenia prawnego i uwarunkowań lokalnych.

Inwestowanie w REIT-y umożliwia jednocześnie wykorzystanie zalet inwestycji bezpośrednich i pośrednich. REIT-y pozwalają na połączenie korzyści inwestowania w nieruchomości oraz zapewnienia płynności na podobieństwo inwestycji na rynku akcji. Do głównych wad lokowania bezpośredniego kapitału w nieruchomości należy ich niska płynność oraz wysoka kapitałochłonność. REIT-y niwelują te wady oferując inwestorom instrument rynku kapitałowego pozwalający na szybkie wyjście z poczynionych inwestycji oraz możliwość przeznaczenia jedynie niewielkich środków. Odznaczają się wysokim poziomem bezpieczeństwa samej inwestycji, dzięki stabilności rynku nieruchomości i szeregu procedur kontrolnych. Cechują się również relatywnie wysoką stopą zwrotu (Mazurczak, 2011).

Pandemia COVID-19 oraz spowodowane nią zawirowania na rynkach finansowych oraz silny wzrost cen ofertowych i transakcyjnych nieruchomości w Polsce są czynnikami, które mogą prowadzić do wzrostu świadomości inwestorów, którzy będą poszukiwali bezpiecznych inwestycji pozwalających na ochronę zgromadzonego kapitału. REIT-y pozwoliłyby inwestorom na poszerzenie portfela inwestycyjnego. Polacy mają dość duże oszczędności zgromadzone na depozytach bieżących szacowane na ok. 800 mln PLN (Kolasa, 2021), najchętniej rozważają inwestycje w nieruchomości – 22%, w złoto i kruszce – 11%, w fundusze inwestycyjne – 7%, na giełdzie – 6% (Finansowe DNA Polek i Polaków 2020, 2020). Wprowadzenie REIT-ów do polskich realiów gospodarczych, wraz z odpowiednio przeprowadzoną akcją edukacyjną, mogłoby również rozpropagować oraz pomóc w wyrobieniu pozytywnego nawyku gromadzenia oszczędności w formie inwestycji giełdowych.

Bibliografia

Ball M., Lizieri C., MacGregor B. (1999). *The Economics of Commercial Property Markets*. Londyn: Routledge.

- Borchersen-Keto S. (2020). *REIT Operating Performance Points to Upside Potential in the Year Ahead*. "Nareit". Pozyskano z: <https://www.reit.com/news/podcasts/reit-operating-performance-points-upside-potential-year-ahead> (10.08.2021).
- Campbell R.D., Sirmans C.F. (2002). *Policy implications of structural options in the development of real estate investment trusts in Europe. Lessons from the American experience*. "Journal of Property Investment & Finance", 20(4), 388-405.
- Chan S.H., Erickson J., Wang K. (2003). *Real Estate Investment Trust. Structure, Performance and Invest Opportunities*, New York: Oxford University Press.
- Chen H. C., Ho K. Y., Lu C., Wu C. H. (2005). *Real estate investment trusts*. "The Journal of Portfolio Management", 31(5), 46-54.
- Dankowska M., Kosińska M. (2021). *Czas na polskie REIT-y?*. „Real Estate Magazine”, 3, 42-45. Pozyskano z: <https://www.realestatemagazine.pl/artykul/czas-na-polskie-reit-y> (10.10.2021).
- Eichholtz P., Kok N. (2007). *The EU REIT and the internal market for real estate*. "SSRN Electronic Journal". Pozyskano z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081198 (10.11.2021)
- Finansowe DNA Polek i Polaków 2020* (2020). Santander Bank. Pozyskano z: <https://media.santander.pl/pr/589468/w-finansowe-dna-polacy-maja-wpisana-niechec-dorzyka-i-stopniowe-gromadzenie-majtku> (10.08.2021).
- Global REIT Survey 2021* (2021). EPRA. Bruksela: European Public Real Estate Association. Pozyskano z: https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Global_REIT_Survey_2021_v5_1630572816126.0.pdf (10.08.2021).
- Jurek-Maciak M. (2007). *Bezpośrednie i pośrednie sposoby inwestowania na rynku nieruchomości*. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości”, 15(3-4), 93-103.
- Kwaśniak A. (2021). *Waga czynników ESG w budowie modelu działania funduszy inwestycyjnych w nieruchomości na wynajem (REIT)*. Debata z udziałem Anny Grygiel Tomaszewskiej, Andrzeja Rzońca, Jacka Sochy, Marka Wierzbowskiego. European Financial Congress. Sopot. Pozyskano z: <https://www.youtube.com/watch?v=VcUgu69-Ysw&t=5s> (10.08.2021).
- Gierałtowska U. (2017). *Fundusze REIT – doświadczenia światowe a rynek polski*. *Finanse, Rynki Finansowe*, „Ubezpieczenia”, 86(2), 435-447.
- Kolasa M. (2021). *Comiesięczne zestawienie informacji o oszczędnościach*. „Polski Fundusz Rozwoju”, nr 4, Warszawa. Pozyskano z: https://pfr.pl/dam/jcr:205507a0-cd59-4767-93bb-0ec9c4def680/PFR_Oszcz%20C4%99dno%20C5%9Bci_202104.pdf (10.08.2021).
- Kucharska-Stasiak E. (2006). *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Lee S., Stevenson S. (2004). *The Case for REITs in the Mixed-Asset Portfolio in the Short and Long Run*. "Journal of Real Estate Portfolio Management", 11(1), 55-80.
- Mazurczak, A. (2011). *Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*. Niepublikowana rozprawa doktorska. Poznań: Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.
- Mizerski G. (2017). *Real Estate Investment Trusts (REITs) – efektywne inwestowanie w nieruchomości*. Warszawa: CeDeWu Sp. z o.o.
- Mózwowicz K. (2021). *Kornecka: chcemy wprowadzić nowy instrument do inwestowania: polskie REIT-y*. „Forsal.pl”. 28.07.2021. Pozyskano z: <https://forsal.pl/gospodarka/inwestycje/artykuly/8216862,kornecka-wprowadzic-nowy-instrument-do-inwestowania-polskie-reit-y.html> (10.08.2021).

- Nieruchomości komercyjne. Raporty z lat 2010-2020.* PKO Bank Polski.
- Papież R. (2021). *Real Estate Investment Trust na świecie. Implikacje dla Polski.* Toruń: Dom Organizatora.
- Papież R. (2020). *Companies investing in real estate leasing or rental (finn) as Poland's reit – the concept of institutional change.* „Geomatrics, Landmanagement and Landscape”, 3(3), 7-17.
- Pochmara W, Zapała A. (2004). *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji.* Warszawa: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Pozyskano z: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/fundusze_ksi_2422.pdf (10.08.2021).
- Projekt ustawy o REIT-ach do końca roku zostanie przekazany do prac parlamentarnych* (2021). „Pap.pl”. Pozyskano z: <https://biznes.pap.pl/pl/news/all/info/3138434,projekt-ustawy-o-reit-ach-do-konca-roku-zostanie-przekazany-do-prac-parlamentarnych---mrpit> (10.08.2021).
- Raport. Stan mieszkalnictwa w Polsce* (2020). Ministerstwo Rozwoju. Warszawa. Pozyskano z: <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/raport-o-stanie-mieszkalnictwa2>. (10.08.2021).
- REITs by the Numbers* (2021). Nareit. 08.2021. Pozyskano z: <https://www.reit.com/data-research/data/reits-numbers> (10.08.2021).
- Rynek komercyjny wobec drugiej fali 2020 - III kw. 2020* (2020). Knight Frank. Warszawa.
- Stec P. (2005). *Powiernictwo w prawie polskim na tle porównawczym.* Zakamycze: Zakamycze Kantor Wydawniczy.
- Roguski A. (2021). *REIT-y: od zapowiedzi do realizacji. Debata ekspertów.* Debata z udziałem Radosława Świątkowskiego. „Rzeczpospolita”. 16.02.2021. Pozyskano z: <https://www.rp.pl/Nieruchomosci/210219573-REIT-y-od-zapowiedzi-do-realizacji-Debata-ekspertow.html> (10.08.2021).
- Trzebiński A. (2018). *Spółki wynajmu rynku nieruchomości czy PL REITs?.* „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny”, 80(4), 243-255.
- Trzebiński, A. (2013). *Wpływ czynników prawno-podatkowych na funkcjonowanie funduszy typu REITs w krajach europejskich.* „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny”, 75(1), 213-231.
- Wiceminister Anna Kornecka otworzyła posiedzenie Międzyresortowego Zespołu do opracowania regulacji dotyczących podmiotów inwestujących w najem nieruchomości* (2021). Ministerstwo Rozwoju i Technologii. Gov.pl. 26.07.2021. Pozyskano z: <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/wiceminister-anna-kornecka-otworzyla-posiedzenie-miedzyresortowego-zespołu-do-opracowania-regulacji-dotyczaczych-podmiotow-inwestujacych-w-najem-nieruchomosci> (10.08.2021).

Akty prawne

- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2020, poz. 1526).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. 2020, poz. 1896).
- Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2000 nr 114 poz. 1192).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. 2004 nr 146 poz. 1546).

Materiały źródłowe

Projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości (2017). Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji. Rządowy Proces Legislacyjny. <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12290954> (10.5.2020).

Uwagi zgłaszane na etapie konsultacji publicznych do projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (UD370) (2018). Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji. Rządowy Proces Legislacyjny. <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12310958/katalog/12504578#12504578> (10.5.2020).

Druk Sejmowy nr 2855 (2018). Prezes Rady Ministrów, Wniosek Prezesa Rady Ministrów z dnia 25 września 2018 r., RM-10-142-18, 25.09.2018. <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12310958> (10.5.2020).

Sprawozdanie Komisji Finansów Publicznych o rządowym projekcie ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (druk nr 2855). (2018). Komisja Finansów Publicznych. Sejm Rzeczypospolitej Polskiej. 17.10.2018. <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=2917> (10.08.2021).

Bazy danych

NAREIT Monthly Historical Returns. Pozyskano z: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/monthly-index-values-returns>

PL REIT AS AN OPPORTUNITY FOR THE DEVELOPMENT OF FLATS FOR RENT

Abstract

Purpose – Analysis of the possibility of using PL REIT to revive the rental housing sector in Poland and indication of elements enabling the business use of these instruments.

Methodology – Analysis of the last draft of the PL REIT act, which was to introduce REITs to the Polish legal system in 2019, and the text of the earlier draft act, which was to introduce this investment vehicle in 2017 - tracking the evolution. The provisions of the draft acts were compared with the conclusions resulting from the discussion currently conducted by experts. The proposed solutions from 2018 were compared with the solutions used in the European Union. The literature on the subject (Polish and English), reports and macroeconomic data in the field of law, macroeconomics, economic policy and finance were analysed.

Findings – The draft act, which allows the possibility of investing only in rental apartments, raises doubts. Investing in real estate is a long-term process and it takes time to build appropriate organizational structures, hire experts and develop pathways. Investors may be afraid of the risks associated with REITs. Ensuring their safety will require the creation of control entities and assigning them appropriate powers and roles, thus ensuring appropriate supervision. For the proper functioning of REITs, significant

capital from both institutional and individual investors is necessary. Attracting the capital of individual investors will require the introduction of a stimulator, a mobilizing factor.

Keywords: REIT, investment fund, real estate market, commercial real estate, residential real estate

JEL classification: L51

Alicja Kozarzewska
Politechnika Warszawska
Wydział Architektury
Koszykowa 55, 00-659 Warszawa
Alicja.kozarzewska@gmail.com