

Magdalena Załączna

REIT w Europie jako rezultat przekształceń instytucjonalnych rynku nieruchomości

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 10, 357-369

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.

MAGDALENA ZAŁĘCZNA

REIT W EUROPIE JAKO REZULTAT PRZEKSZTAŁCENÍ INSTYTUCJONALNYCH RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Przekształcenia instytucjonalne rynku nieruchomości¹

Instytucja jest elementem złożonego systemu społeczno-ekonomicznego, zatem badanie instytucji pozwala na uzyskanie wiedzy o systemie². Porządek instytucjonalny oraz otoczenie instytucjonalne składają się łącznie na strukturę instytucjonalną³. Porządek instytucjonalny to zespół norm i zasad rządzących określonymi umowami, a kontekst w jakim powstają, funkcjonują i zmieniają się to otoczenie instytucjonalne. Należą do niego zasady prawa własności, mechanizm ich wdrażania i związane z tym koszty, oczekiwania co do ludzkich zachowań, relacje władzy, infrastruktura komunikacji i przepływ informacji⁴. Zdefiniowanie rynku jako instytucji społecznej implikuje określone konsekwencje teoretyczne: wymiana ma kontekst instytucjonalny, konieczne jest więc zaakceptowanie istniejących barier i ograniczeń, odrzuca się neoklasyczne założenie o wolnym rynku.

¹ Rynek nieruchomości na potrzeby artykułu jest rozumiany szeroko, jako kierunek dokonywanych inwestycji.

² Szerzej: Samuels, W. J., *The present state of institutional economics*, Cambridge Journal of Economics, Vol. 19, Iss. 4, 1995.

³ por.: L.E.Davis, D.C. North, *Institutional change and America economic growth*. Cambridge University Press, Cambridge 1971.

⁴ za: A. Dorward, J. Kydd, J. Morrisom, C. Poulton, *Institutions, markets and economic coordination: linking development policy to theory and praxis*. Development and change 36/1/2005, str. 2-3.

Rynek ma cechy społeczne i kolektywne, a jego zasadnicza rola polega na dostarczaniu informacji i kształtowaniu indywidualnych preferencji, oczekiwań i działań jego uczestników⁵.

Przejawy procesu instytucjonalizacji na rynku nieruchomości odzwierciedlają zmiany kulturowe w społeczeństwie oraz rozwój gospodarczy, rynek ten jest zarówno narzędziem zmian jak i ich katalizatorem. Zmiany instytucjonalne dotyczące rynku nieruchomości, obserwowane w gospodarkach krajów zachodnich, wynikają m.in. z ogromnego wzrostu ilości i rodzajów podmiotów oferujących pośrednie inwestycje w nieruchomości. Umożliwiły to zmiany instytucjonalne na rynkach finansowych, wygenerowane przez nowe regulacje prawne, które z kolei są efektem wzrostu dostępności informacji oraz globalnych przepływów kapitału. Pozytywny odbiór nieruchomości przez inwestorów wynika ze zróżnicowania poziomu ryzyka i zysku w oferowanych produktach inwestycyjnych, zwiększa się spektrum inwestorów zainteresowanych pośrednim udziałem w rynku nieruchomości, ponieważ mogą wybrać produkt inwestycyjny dostosowany do ich wymagań. Rozwój rynku podmiotów oferujących pośrednie inwestycje pozwolił także na wzrost zasięgu przestrzennego wybieranych lokalizacji. Jednakże pojawiła się także konieczność zarządzania portfelem inwestycyjnym złożonym z inwestycji pośrednich na rynku nieruchomości, co wymaga określonego przygotowania teoretycznego.

Zmiany instytucjonalne są także wyraźnie widoczne w zakresie finansowania inwestycji na rynku nieruchomości. Charakterystyczne jest coraz większe dostosowanie do potrzeb klientów oraz rozwój sekurytyzacji wraz z segmentem ubezpieczeń kredytów hipotecznych i emitowanych papierów wartościowych. Czynniki te wpływają na silne zwiększenie środków finansowych przeznaczonych na rynek nieruchomości⁶.

Cechy szczególnie Real Estate Investment Trust (REIT)

Badając zarówno bezpośrednie jak i pośrednie inwestycje na rynku nieruchomości obserwuje się zróżnicowanie inwestorów pod względem oczekiwanej

⁵ Ibidem, str. 178, Keynes wskazuje, iż działamy w ramach naszych przeszłych doświadczeń i ustalonych reguł, brak wiary w trafność własnego osądu powoduje odwoływanie się do oceny większości, którą uznajemy za lepiej poinformowaną, za: J.M. Keynes, *The general theory of employment, interest and Money*. London, Macmillan, 1973, str. 114.

⁶ Szerzej: E. D'Arcy, *Markets, market structures and market change: expanding the real estate research paradigm*. Pacific Rim Property Research Journal, Vol. 12, Nr 4,

stopy zwrotu i akceptowanego ryzyka. Generalnie uważa się, że inwestycje pośrednie wiążą się z możliwością uzyskania większego zysku, ale pociąga to za sobą wyższy poziom ryzyka⁷. Inwestor decydujący się na udział pośredni w inwestycjach na rynku nieruchomości najczęściej nie ma możliwości kontroli dokonywanych inwestycji, a kontrola funkcjonowania podmiotu, poprzez który dokonywane są inwestycje, uzależniona jest od formy prawno-organizacyjnej, w której dana jednostka działa – por. tabela 1. Podmioty działające w obrocie publicznym oferują wyższą płynność oraz bardziej szczegółowe informacje o wynikach inwestycyjnych, co wynika z wymogów ładu korporacyjnego uczestników obrotu giełdowego.

Tabela 1. Porównanie wybranych narzędzi dokonywania inwestycji pośrednich na rynku nieruchomości

Rodzaj	Kontrola funkcjonowania	Kontrola dokonywanych inwestycji	Koszty zarządzania	Płynność	Informacje o wynikach
Fundusz nieruchomości otwarte	Wysoka	Niska	Niskie	Wysoka	Szczegółowa
Fundusz nieruchomości zamknięte	Niska/średnia	Niska	Niskie	Niska	Ogólna
REIT notowany w obrocie giełdowym	Wysoka	Niska	Niskie	Wysoka	Szczegółowa
REIT nie notowany w obrocie giełdowym	Średnia	Niska	Niskie	Niska	Ogólna
Spółka deweloperska (property company)	Średnia	Niska	Niskie	Wysoka	Ogólna

Źródło: opracowanie własne, na podstawie: D'Arcy, E. and Lee S., *Institutional change in the real estate investment market: Some Evidence from Europe*, Referat prezentowany na 22 Annual Meeting of the American Real Estate Society, Key West Florida, March 2006.

Real Estate Investment Trust (REIT) są korporacjami lub funduszami, które zbierają kapitał od dużej grupy inwestorów i przeznaczają go na inwestycje na rynku nieruchomości. Kapitał inwestycyjny osiągany jest przez emisję papierów wartościowych i ich sprzedaż. Fundusz inwestycyjny nieruchomości posiada wieloletnią tradycję, jego źródeł można szukać w Stanach Zjednoczonych w XIX wieku (spółki zainteresowały się nieruchomościami, ponieważ ten rodzaj

⁷ Ibidem, s. 454.

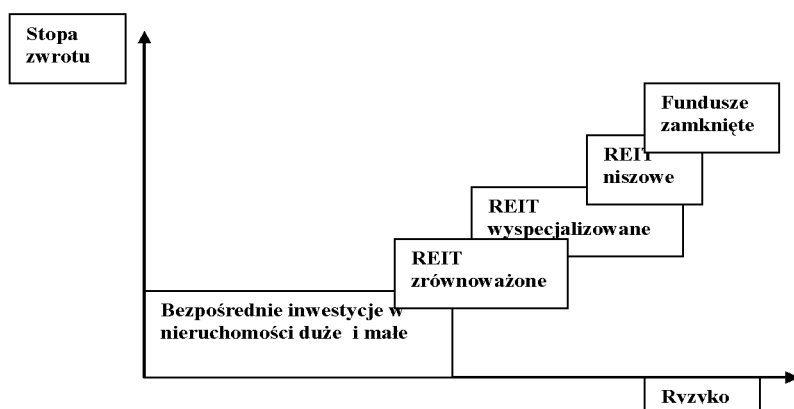
inwestycji chronił je przed podatkami federalnymi). Następnie zmieniono regulacje podatkowe i zaprzestano tworzenia tego typu podmiotów. W latach 60-tych Kongres przywrócił uprzywilejowaną pozycję podatkową spółkom inwestującym w nieruchomości (tzw. *Massachusetts trusts* zostały zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych, tę regulację rozciągnięto również na fundusze inwestycyjne nieruchomości). Obecnie przywileje podatkowe są cechą charakterystyczną REIT bez względu na miejsce powstania i obszar działalności. REIT angażują swoje środki przede wszystkim w nabywanie prawa własności i zarządzanie nieruchomościami przynoszącymi dochód, ponadto mogą udzielać pożyczek hipotecznych i uzyskiwać dochody w postaci odsetek. Celem zarządu w odniesieniu do funduszy inwestujących w nieruchomości jest osiągnięcie dochodu z nieruchomości poprzez odpowiedni dobór składu portfela oraz prawidłowe zarządzanie nieruchomościami. Wyniki tego typu REIT zależą więc od aktywności i profesjonalizmu jego zarządu. REIT udzielające pożyczek hipotecznych zwracają uwagę na ryzyko kredytowe i odpowiednie zabezpieczenie wierzytelności.

Zwiększenie oferty inwestycyjnej dotyczącej rynku nieruchomości sprzyja poszerzeniu grona inwestorów decydujących się na udział w tym segmencie rynku kapitałowego. Inwestorzy tradycyjnie zainteresowani inwestycjami bezpośrednimi na rynku nieruchomości dywersyfikują swoje portfele dodając inwestycje pośrednie⁸, nie są zmuszeni do długotrwałych i kosztownych poszukiwań nieruchomości, nadających się do ulokowania kapitału. Jest to szczególnie istotne w wypadku działania na międzynarodowym rynku nieruchomości. Przy możliwości wyboru inwestycji na nowym, atrakcyjnym rynku nie ma dodatkowego ryzyka działania w obcym otoczeniu instytucjonalnym.

Ponadto inwestorzy, którzy poprzednio wykluczali inwestycje w nieruchomości z powodu ich wysokiej kapitałochłonności i wymogu aktywnego zarządzania, mogą skorzystać z zalet tego typu inwestycji, używając inwestycji pośrednich.

⁸ Wiele jest badań dotyczących wzajemnych relacji inwestycji bezpośrednich i pośrednich na rynku nieruchomości, por. np.: B. Feldman, *Investment policy for securitized and direct real estate*, Journal of Portfolio Management, Special Issue 2003, ss. 112-121; T. Idzorek., M. Barad, S. Meier, *Commercial Real Estate: The Role of Global Listed Real Estate Equities in a Strategic Asset Allocation*, Ibbotson Associates, Chicago 2006.

Coraz większa liczba podmiotów umożliwiających pośredni udział w rynku nieruchomości oraz zróżnicowanie ich struktury prawno-organizacyjnej wymagają jednak oszacowania poziomów ryzyka i stopy zwrotu przypisywanych do danego typu podmiotu. Inwestor oraz doradca inwestycyjny mogą wybrać rodzaj i sposób działania podmiotu, który najbardziej będzie odpowiadał założonym celom inwestycyjnym, muszą jednak być świadomi tego, iż ryzyko związane z takimi inwestycjami może mieć inne źródła niż w wypadku inwestycji bezpośrednich w nieruchomości⁹.



Rys. 1. Stosunek do poziomemu ryzyka i stopy zwrotu REIT i funduszy nieruchomości
 Źródło: opracowanie własne, na podst.: D'Arcy, E. and Lee S., *Institutional change...*, op.cit.

Ograniczając się jedynie do REIT i funduszy nieruchomości można, przy użyciu jako kryterium poziomów ryzyka i stopy zwrotu, ocenić ich zróżnicowanie – por. rys.1. Wynika ono z przyjętej strategii inwestycyjnej (najmniej ryzykowne, ale i przynoszące najniższą stopę zwrotu są REIT o zrównoważonym portfelu, którego podstawą jest właściwa dywersyfikacja, a najbardziej ryzykowne są wśród REIT, te które działają w niszach rynkowych).

Rozwój REIT jako modelu inwestycji pośrednich na rynku nieruchomości w Europie

Efektem większego wyboru wśród potencjalnych inwestycji jest możliwość ich lepszego dopasowania do indywidualnych celów inwestorów. Oznacza

⁹ Szerzej: E. D'Arcy, *Markets, market structures...* op.cit.

to wzrost zainteresowania tym segmentem rynku kapitałowego, co ma swój wyraz w zwiększonym napływie środków finansowych. Podmioty umożliwiające pośrednie inwestycje na rynku nieruchomości szukając odpowiednich produktów inwestycyjnych, czyli przede wszystkim nieruchomości generujących dochody, wchodzą na nowe rynki. Wzrost zasięgu przestrzennego dokonywanych inwestycji umożliwia zdywersyfikowanie geograficzne portfela inwestycyjnego. Ponadto sprzyja rozwojowi rynków, które wcześniej znajdowały się poza zasięgiem typowego inwestora inwestującego w nieruchomości.

Zwiększa się szybkość reakcji inwestora, który jest zainteresowany wybranym rynkiem np. wchodzącym w fazę szybkiego wzrostu, kierunek migracji kapitału jest więc lepiej dostosowany do oferty inwestycyjnej i celów inwestora. Oznacza to możliwość wykreowania, a następnie podążania za wskazaniem globalnej strategii inwestycyjnej na rynku nieruchomości¹⁰. Takie działanie będzie zarówno łatwiejsze jak i tańsze przy użyciu REIT. Wymaga ono także powstania nowej specjalizacji wśród doradców inwestycyjnych zajmujących się zarządzaniem portfelem inwestycyjnym.

Te czynniki sprzyjają szybkiemu rozwojowi modelu REIT na świecie, a w szczególności w Europie. Według badań zasób europejskich nieruchomości komercyjnych jest wart 42,3% zasobu światowego, który wynosi 12 bilionów EURO¹¹. Natomiast udział Europy w rynku pośrednich inwestycji w nieruchomości wynosi tylko 22,7%¹². Zapewne pojawienie się nowych REIT spowoduje rozwój rynku pośrednich inwestycji w nieruchomości, spodziewany wzrost może sięgać 4,7 mld EURO rocznie, co oznacza 140 mld EURO w ciągu następnych 30 lat¹³.

Porównując rozwiązania przyjęte w poszczególnych krajach europejskich można zaobserwować wzmożone zainteresowanie modelem REIT w ostatnim okresie – por. tabela 2. Jedynie Holandia ma regulację prawną pozwalającą na funkcjonowanie REIT od 1969 r. Nie oznacza to oczywiście, że w pozostałych krajach nie funkcjonowały i funkcjonują inne możliwości pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości. Jednakże nie posiadają one podobnej charak-

¹⁰ Szerzej: E. D'Arcy, *Markets, market structures...* op. cit.

¹¹ JP Morgan, *European Equity Research* 04.09.2007.

¹² Ibidem.

¹³ Ibidem.

terystyki organizacyjno-prawnej, co powoduje pewne trudności w korzystaniu z nich i w porównywaniu efektów inwestycji.

Wprowadzenie w 2003 r. odpowiednika REIT we Francji przyczyniło się do zwiększenia aktywności działań podejmowanych na rynku nieruchomości oraz atrakcyjności inwestycji¹⁴. Obecnie zarówno Niemcy jak i Wielka Brytania są w trakcie tworzenia rynku REIT. Zarówno w jednym jak i drugim kraju tradycyjnie funkcjonują podmioty umożliwiające pośrednie inwestycje na rynku nieruchomości, jednakże wprowadzono model REIT z powodu jego zalet.

Tabela 2. Przegląd REIT w Europie

Kraj	Nazwa	Rok wprowadzenia	Forma prawno-organizacyjna	Minimalny kapitał mln EURO	Nadzór	Główne zasady podatkowe spółki	Ilość
Belgia	SICAFI société d'investissement a capital fixe en immobilier	1995	Spółka akcyjna lub komandytowo-akcyjna	1,25	Belgian Banking, Finance and Insurance Commission	Zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, wyłączenie z podstawy opodatkowania dochodów czynszowych	14
Bulgaria	SPIC (Special Investment Purpose Companies)	2004	Spółka akcyjna	0,255	Bulgarian Financial Supervision Commission	Zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, zwolnienie z opodatkowania dochodów czynszowych	45
Francja	SIIC (sociétés d'investissement immobiliers cotés)	2003	Spółka akcyjna lub komandytowo-akcyjna	15	Autorité des Marchés Financiers	j.w.	bd
Grecja	REIC (Real Estate Investment Companies)	1999	Spółka akcyjna	29	Hellenic Capital Market Commission	Zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, specjalna rata opodatkowania dochodów czynszowych	bd
Hiszpania	RECII Sociudades de Inversión Inmobiliaria aFondos de Inversión Inmobiliaria	1984/ 2003	Spółka akcyjna lub specjalna spółka bez osobowości prawnej	9	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Stawka podatkowa 1%	8 + 9

¹⁴ Szerzej: Batsch L., Chouillou R., Tannenbaum P., *The French REITs, First Results about the New SIIC Regime*, Centre de Recherche sur la Gestion (CEREG), Paris-Dauphine University, Working Paper nr 05/2005.

Holandia	FBI (<i>Fiscale Beleggingsinstelling</i>)	1969	Spółka akcyjna, spółka z oo, fundusz otwarty	0,018 lub 0,45 lub bez limitów	Dutch Financial Market Authority	Stawka podatkowa 0%	bd
Litwa	IC (Investment Company)	2008	Spółka akcyjna, fundusz zamkn.	0,3	Securities Commission of the Republic of Lithuania	Zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, zwolnienie z opodatkowania dochodów czynszowych	bd
Niemcy	G-REIT (German Real Estate Investment Trust)	2007	Spółka akcyjna	15	Federal Financial Service Agency	j.w.	bd
Wielka Brytania	UK-REIT (UK Real Estate Investment Trust)	2007	Spółka giełdowa z określonym terminem zakończenia działalności	0,05 GBR	Financial Services Authority	j.w.	bd
Włochy	SIIQ (Società d'Intermediazione Immobiliari Quotate)	2007	Spółka akcyjna	40	Bank of Italy, Italian National Commission for Listed Companies and Stock Exchange	Podatek od zysków kapitałowych na zasadach ogólnych, zwolnienie z opodatkowania dochodów czynszowych	bd

Źródło: opracowanie własne, na podst.: EPRA global REIT survey, A comparison of the major REIT regimes in the world, Ernst&Young, August 2007.

W wypadku Niemiec głównym motywem wprowadzenia nowego rodzaju podmiotu oferującego pośrednie inwestycje na rynku nieruchomości jest dążenie do rozwoju rynku nieruchomości poprzez uproszczenie i ułatwienie dostępu do niego inwestorom zagranicznym. Wskazuje się, iż zarówno otwarte jak i zamknięte fundusze nieruchomości w Niemczech rzadko mają charakter międzynarodowy, ponadto ostatnie problemy z przepływem informacji i nieprawidłowości finansowe dowiodły, iż dostępność wiarygodnych informacji o działaniach i wynikach tych podmiotów jest ograniczona. Oczekuje się, że REIT w Niemczech będą w stanie do 2010 r. osiągnąć kapitalizację na poziomie 130 mld EURO, korzystając m.in. z międzynarodowego zainteresowania¹⁵.

Wartość zasobu nieruchomości w Niemczech jest szacowana na 7,1 mld EURO, z czego jedynie 11,5% jest wykorzystywane na rzecz pośrednich inwestycji w nieruchomości, co więcej 73% zasobu nieruchomości użytkowanego

¹⁵ Szerzej: *Einfuehrung des Real Estate Investment Trust (REIT) in Deutschland*, KPMG, October 2007,

przez podmioty gospodarcze jest ich własnością¹⁶. W Stanach Zjednoczonych wskaźnik ten wynosi jedynie 25%, a w Wielkiej Brytanii – 35%, co oznacza duży potencjał nowych rozwiązań.

W przypadku rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii zasadniczą zaletą wprowadzenia modelu REIT jest nowe źródło środków finansowych dla inwestycji w nieruchomości i poszerzenie możliwości wyboru inwestycji. Rząd brytyjski, który zaangażował się w proces wprowadzania REIT, wskazał cele, które powinny być dzięki temu osiągnięte¹⁷. Należą do nich:

- poprawa jakości i ilości źródeł finansowania inwestycji w nieruchomości, zarówno komercyjnych jak i mieszkaniowych,
- poprawa dostępności do szerszego spektrum produktów oszczędnościowych i promocja oszczędzania długoterminowego wśród inwestorów indywidualnych,
- ochrona podatników poprzez zapewnienie prawidłowego poziomu podatków płaconych przez sektor nieruchomości oraz redukcja nisz podatkowych,
- popieranie strukturalnych zmian na rynku nieruchomości w celu redukcji kosztów oraz poprawy jakości i elastyczności segmentu nieruchomości komercyjnych dla jego użytkowników, a także poprawy efektywności, dostępności i profesjonalizmu w prywatnym sektorze mieszkań czynszowych.

Ponadto istotnym celem jest zwiększenie atrakcyjności brytyjskiego rynku nieruchomości dla zagranicznych inwestorów.

Koncepcja Pan-Europejskiego modelu REIT

Stworzenie wspólnych ram organizacyjnych dla REIT w UE pozwoliłoby na zbudowanie wspólnego rynku nieruchomości, porównywalnego z rynkiem amerykańskim. Obecnie 13 spośród 27 krajów UE posiada rozwiązania prawne pozwalające na funkcjonowanie podmiotów podobnych do REIT (podobieństwo to jest czasami dość odległe i polega przede wszystkim na zwolnieniu z podatku dochodowego od osób prawnych, np. polskie fundusze zamknięte nie-

¹⁶ *REITs – chances for the German Real estate and financial markets*, Roland Berger Strategy Consultants, Munich, September 2006,

¹⁷ *Promoting more flexible investment in property: a consultation*, HM Treasury, Londyn 2004.

ruchomości). Są to w większości wypadków nowe rozwiązania prawne, powstałe w ciągu ostatnich 5 lat.

Wskazuje się, iż obecna sytuacja wpływa na brak standaryzacji i unifikacji rynku pośrednich inwestycji w nieruchomości, co wywołuje zbędną walkę konkurencyjną pomiędzy krajowymi podmiotami i zmniejsza atrakcyjność w porównaniu z inwestycjami bezpośrednimi w nieruchomości¹⁸. Z badań wynika, iż amerykańskie REIT, operując na obszarze Stanów Zjednoczonych mają tendencję do specjalizacji (np. w segmencie usług publicznych takich jak domy opieki dla osób starszych, centra medyczne), co sprzyja osiąganiu lepszych wyników inwestycji¹⁹.

Prace, które zmierzają do powołania Pan-Europejskiego modelu REIT są prowadzone i popierane przez wiele podmiotów działających na rzecz poprawy struktury instytucjonalnej rynku nieruchomości. European Landowners Organization, European Property Federation, Rogal Institute of Chartered Surveyors, TEGoVA i Urban Land Institute zwrócili się do Komisji Europejskiej o poparcie idei Pan-Europejskich REIT. Wprowadzenie tego rozwiązania pozwoliłoby na osiągnięcie wymiernych korzyści gospodarczych, należą do nich:

- zwiększenie stabilności i bezpieczeństwa rynku nieruchomości, m.in. ze względu na regularne poddawanie się ocenie ze względu na udział REIT w rynku kapitałowym,
- poprawę możliwości dywersyfikacji międzynarodowej portfela nieruchomości (jest to istotne ze względu na to, iż rynki nieruchomości w poszczególnych krajach UE nie wykazują identycznego przebiegu cykli koniunkturalnych),
- poprawę efektywności dokonywanych inwestycji,
- mniejsze uzależnienie od stanu rynku finansowego, ze względu na mniejsze wykorzystywanie kredytów i pożyczek,
- poprawę przejrzystości działania poprzez jednolity sposób opodatkowania (nie będzie konieczne uciekanie się do rejestracji w tzw. rajach podatkowych).

¹⁸ Szerzej: P. Eichholtz, N. Kok, *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*, University of Maastricht, November 2007.

¹⁹ Ibidem.

Potencjalnie aktywne Pan-European REITs mogłyby przekształcić rozczłonkowany rynek pośrednich inwestycji w nieruchomości w największy i najbardziej efektywny na świecie²⁰.

Wnioski

Zmiany instytucjonalne w zakresie pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości są odpowiedzią na globalne przepływy kapitału oraz coraz lepszy dostęp do informacji. W perspektywie następnych lat stanie się możliwe wypracowanie globalnej strategii w zakresie tego typu inwestycji ze względu na postępującą unifikację regulacji prawnych oraz rozwój gospodarczy. Amerykański model REIT ze względu na swoje zalety jest instrumentem coraz częściej wykorzystywanym, także przez inwestorów, którzy wcześniej nie brali udziału w rynku nieruchomości.

Dostrzegając znaczenie pośrednich inwestycji na rynku nieruchomości dla rozwoju gospodarczego, poszczególne kraje UE wprowadzają regulacje prawne stwarzające podstawy do działania REIT. Należy także zauważyć, iż w UE występuje dążenie do unifikacji instytucjonalnej rynków nieruchomości, stworzenia wspólnej bazy instytucjonalnej dla dokonywanych inwestycji. Pozwoliłoby to na rozwój rynków nieruchomości w małych krajach UE, które tradycyjnie nie są dostrzegane przez inwestorów. Pan-Europejskie REIT pozwoliłyby na lepszą dywersyfikację geograficzną oraz większą specjalizację. Inwestorzy mieliby możliwość doboru inwestycji najbardziej odpowiadającej ich celom i strategii.

Literatura

1. Batsch L., Chouillou R., Tannenbaum P., *The French REITs , First Results about the New SIIC Regime*, Centre de Recherche sur la Gestion (CEREG), Paris-Dauphine University, Working Paper nr 05/2005.
2. Chin H., Topintzi E., Hobbs P., Mansour A., Yen Keng T., *Global Real Estate Securities - emergence of a discrete asset class*. RREEF, January 2007.
3. D'Arcy E., *Markets, market structures and market change:expanding the real estate research paradigm*. Pacific Rim Property Research Journal, Vol 12, Nr 4, ss. 446-464.
4. D'Arcy, E. and Lee S., *Institutional change in the real estate investment market*:

²⁰ Ibidem, str. 5.

5. *Some Evidence from Europe*. Referat prezentowany na 22 Annual Meeting of the American Real Estate Society, Key West Florida, March 2006.
6. Davis L.E., North D.C., *Institutional change and America economic growth*. Cambridge University Press, Cambridge 1971.
7. Dorward A., Kydd J., Morrisom J., Poulton C., *Institutions, markets and economic co-ordination: linking development policy to theory and praxis*. Development and change 36/1/2005.
8. Eichholtz P., Kok N., *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*. Maastricht University, November 2007.
9. *Einfuehrung des Real Estate Investment Trust (REIT) in Deutschland*, KPMG, October 2007,
10. *EPRA global REIT survey, A comparison of the major REIT regimes in the world*, Ernst&Young, August 2007.
11. Feldman B., *Investment policy for securitized and direct real estate*, Journal of Portfolio Management, Special Issue 2003, ss. 112-121.
12. Idzorek T., Barad M., Meier S., *Commercial Real Estate: The Role of Global Listed Real Estate Equities in a Strategic Asset Allocation*, Ibbotson Associates, Chicago 2006.
13. JP Morgan, *European Equity Research*, Raport 04.09.2007.
14. Keynes J.M., *The general theory of employment, interest and money*, London, Macmillan, 1973.
15. *Promoting more flexible investment in property: a consultation*, HM Treasury, Londyn 2004.
16. *REITS – chances for the German Real estate and financial markets*, Roland Berger Strategy Consultants, Munich, September 2006.
17. Samuels, W. J. (1995) *The present state of institutional economics*, Cambridge Journal of Economics, Vol. 19, Iss. 4.

STRESZCZENIE

Przejawy procesu instytucjonalizacji na rynku nieruchomości odzwierciedlają zmiany kulturowe w społeczeństwie oraz rozwój gospodarczy, rynek ten jest zarówno narzędziem zmian jak i ich katalizatorem. Przekształcenia instytucjonalne, obserwowane w gospodarkach krajów zachodnich, dotyczące rynku nieruchomości wynikają m.in. z ogromnego wzrostu ilości i rodzajów podmiotów oferujących pośrednie inwestycje w

nieruchomości. Jednym z modeli organizacyjno-prawnych, który funkcjonuje z powodzeniem w Stanach Zjednoczonych jest Real Estate Investment Trust (REIT). W niektórych krajach Europy Zachodniej wdrożono w życie podobne rozwiązania, w kolejnych dokonuje się tego obecnie. Trwają intensywne prace zmierzające do wypracowania wspólnego modelu REIT w Unii Europejskiej. Celem artykułu jest wskazanie przyczyn rozwoju REIT w Europie w kontekście przemian instytucjonalnych o charakterze gospodarczym i kulturowym.

REIT IN EUROPE AS A RESULT OF INSTITUTIONAL TRANSFORMATION OF THE REAL ESTATE MARKET

SUMMARY

Institutional changes of the real estate market mirror cultural changes of the society and economic development, this market is an instrument and catalyst of the changes. Institutional transformation of real estate market seen in western economics is very often the result of enormous increase in number and kind of the entities offering indirect investment on the real estate market. In US there is a very popular form – Real Estate Investment Trust, in some European countries it exists already and in some the introduction of REIT is seen now. There is also intensive work aimed at establishment of Pan-European REIT model. The aim of the paper is an indication of some reasons for REIT development in EU in cultural and economic institutional context.

Translated by M. Załączna

Dr Magdalena Załączna
Uniwersytet Łódzki
mzaleczna@uni.lodz.pl