


Warunki funkcjonowania funduszy nieruchomości w USA i Niemczech a regulacje polskie

Regulations for the real estate funds in the US and Germany versus Polish regulations



Głównymi inwestorami na polskim rynku nieruchomości (mieszkaniowym i komercyjnym) zwykle są zagraniczne fundusze inwestycyjne, a uzupełniająco, także towarzystwa ubezpieczeniowe (szczególnie działające w sektorze ubezpieczeń na życie), banki i zagraniczni prywatni inwestorzy. Polskie przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych pozwalają polskim funduszom inwestycyjnym inwestować na rynku nieruchomości **bezpośrednio lub pośrednio** przez nabywanie udziałów w przedsiębiorstwach posiadających takie nieruchomości. Przykładem tych inwestycji są fundusze inwestycyjne tworzone i zarządzane przez Arka (BZ WBK), BPH, KBC i Skarbiec.

Ale zakres tych inwestycji oraz ich rola w rozwoju rynku finansowania nieruchomości mieszkaniowych jest na razie ograniczona. Inaczej niż na tak rozwiniętych rynkach, jak amerykański i niemiecki. Zapoznając się z różnymi publikacjami wskazującymi na potrzebę wykorzystania takiego wehikułu inwestycyjnego, jakim jest fundusz inwestycyjny, warto pokusić się o porównanie warunków działania funduszy na tych rynkach w odniesieniu do warunków polskich i możliwości zwiększenia udziału tak profesjonalnie zarządzanych inwestorów w rozwoju rynku polskiego.

Rozpatrując rolę funduszy nieruchomości w rozwoju instrumentów długoterminowego oszczędzania, które to instrumenty mają przyczynić się do rozwoju rynku finansowego w Polsce, należy zwrócić uwagę przede wszystkim na następujące elementy:

Aspekt oszczędnościowy

Publicznie oferowane udziały, certyfikaty lub jednostki uczestnictwa funduszy nieruchomościowych stanowią alternatywę dla długoterminowych oszczędności inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych). Fundusze inwestycyjne mogą zwiększać skłonność do oszczędzania na określony cel (np. mieszkaniowy, emerytalny i/lub dochodowy) nie będąc jednocześnie obciążeniem dla budżetu krajowego, jak to ma miejsce w przypadku kas mieszkaniowych lub budowlanych.

Aspekt rynkowy

Rozwinięte rynki nieruchomości, ze względu na swój charakter, potrzebują długoterminowych instrumentów finansowania. Takie instrumenty odgrywają niebagatelną rolę w łagodzeniu potencjalnych skutków perturbacji występujących nieuchronnie na rynku globalnym i na rynkach nieruchomościowych, tym samym przyczyniając się do łagodniejszych zmian cenowych na rynkach lokalnych (np. hamując inflację przez ogranicze-

nie konsumpcji, przyczyniając się do rozwoju rynku nieruchomości). Inwestując w nieruchomości, fundusze pozwalają zwiększyć płynność tego rynku i kreować popyt. Możliwość inwestowania w nieruchomości jest dla drobnych inwestorów mocno ograniczona, gdy na rynku nie są dostępne papiery wartościowe emitowane przez tego rodzaju fundusze.

Aspekt inwestycyjny

Fundusze inwestycyjne (zarówno typu *venture capital*, jak i specjalistyczne fundusze nieruchomościowe) stanowią alternatywę dla innych instrumentów finansowania w nieruchomości – kredytów, *mezzanine*, leasing. Fundusze inwestycyjne, mając dłuższy niż deweloper inwestycyjny horyzont czasowy, mogą i powinny, być źródłem finansowania w projekty nieruchomościowe spełniające określone zadania społeczne, polityczne i ekonomiczne.

Aspekt biznesowy dla banków

Fundusze nieruchomościowe wymagają obsługi (np. usługi powiernicze, kredyty), wzbogacając oferty banków, ułatwiają politykę płynnościową w zarządzaniu aktywami. Fundusze nieruchomościowe zmniejszają presję na banki poszukiwania długoterminowego kapitału na finansowanie nieruchomości.

Przy ocenie roli poszczególnych rodzajów funduszy w rozwoju rynku nieruchomości istotne jest, aby:

1) przepisy regulujące ich działanie stwarzały warunki do funkcjonowania zarówno funduszy bezpośrednio inwestujących w nieruchomości (bez względu na rodzaj takiej inwestycji – np. inwestycje portfelowe, inwestycje deweloperskie), jak i pozwalających na inwestowanie w emitowane przez nich papiery wartościowe (certyfikaty, udziały, jednostki uczestnictwa), a których celem są bezpośrednie inwestycje w nieruchomości,



FOTO: ARCH. PRYWATNE

Bolesław Meluch

Doradca Zarządu
Związku Banków
Polskich

- 2) warunki wyceny tych papierów wartościowych były transparentne, proste i przeprowadzane w oparciu o zasady rynkowe,
- 3) warunki podatkowe sprzyjały inwestorom, jak i samym funduszom – w wyborze rodzaju inwestycji czy rodzaju instrumentu,
- 4) każda inwestycja pozwalała na ocenę ryzyka, szczególnie dla segmentów rynku, których wycena rynkowa jest ograniczona (prawa rzeczowe, udziały w podmiotach będących właścicielami nieruchomości i zarządzających nimi itp.).

Międzynarodowe standardy przyjęte dla określania funduszy inwestycyjnych nieruchomościowych jako funduszy REIT:

- 1) forma prawna: spółka akcyjna z wewnętrzną strukturą zarządzającą,
- 2) udziałowcy: szeroka baza udziałowców, często wymagana przepisami prawa maksymalnej wielkości udziału,
- 3) notowanie na rynku publicznym: powinny być notowane na rynku publicznym,
- 4) aktywa/działalność: większość aktywów powinno być reprezentowanych przez nieruchomości generujące przychody (zwykle stosuje się limity dla liczby projektów w trakcie procesu deweloperskiego),

PORÓWNANIE PODSTAWOWYCH WARUNKÓW FUNKCJONOWANIA FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCIOWYCH W WYBRANYCH KRAJACH

USA

REIT (Real Estate Investment Trust)

Podstawa prawna	Prawo podatkowe (Internal Revenue Code) – od 1960, wymagane jest tylko odpowiednie zgłoszenie w Urzędzie Podatkowym (IRS).
Forma prawna	Każda forma podmiotu prawnego, zarejestrowana na terytorium USA, podlegająca opodatkowaniu, nie jest wymagane notowanie na rynku publicznym.
Rodzaj funduszu	Udziałowe – fundusz inwestycyjny jest właścicielem i operatorem nieruchomości, i jego dochody stanowią głównie wpływy z wynajmu. Kredytów hipotecznych – fundusz inwestycyjny udzielający kredyty hipoteczne właścicielom nieruchomości i operatorom nieruchomości. Ich dochody stanowią głównie odsetki od udzielonych kredytów. Hybrydowe – fundusz inwestycyjny spełnia obie funkcje.
Minimalny portfel inwestycyjny	Nie ma takiego wymogu.
Wymogi dla zarządzającego	Brak, ale zarządzający może prowadzić działalność usługową np. dla innych funduszy REIT.
Wymogi inwestycyjne	Wymagane są tzw. testy na aktywach i dochodach: przynajmniej 75% dochodów brutto powinno pochodzić z wynajmu nieruchomości lub z odsetek od kredytów hipotecznych dla nieruchomości. Dodatkowo przynajmniej 95% dochodów brutto powinno pochodzić z, łącznie, z nieruchomości i innych pasywnych dochodów, takich jak dywidendy i odsetki. Nie więcej niż 5% dochodu może pochodzić z innych źródeł.
Udziały we własności nieruchomości	Minimum 75% aktywów musi inwestować w udziały w nieruchomościach, rządowe papiery wartościowe, lub w gotówkę.
Udziały w podmiotach prawnych	Nie może posiadać więcej niż 10% udziałów w innej niż REIT spółce lub podlegającej opodatkowaniu spółce zależnej REIT.
Inwestycje w papiery wartościowe	Nie może inwestować więcej niż 5% w papiery wartościowe emitowane przez spółkę inną niż REIT lub podlegającej opodatkowaniu spółce zależnej REIT, nie może posiadać więcej niż 20% aktywów w papierach wartościowych w jednej lub więcej spółek zależnych funduszy REIT podlegających opodatkowaniu.
Limity i ograniczenia rynkowe	Nie ma ograniczeń statutowych i prawnych w lewarowaniu inwestycji.
Wymagany kapitał	Brak.
Kwoty inwestycyjne	Brak.
Rodzaje nieruchomości	Różne.
Rynki nieruchomości	Nie ma ograniczeń w inwestowaniu za granicą.
Warunki podatkowe	W pierwszym roku, gdy fundusz uzyskał status funduszu REIT (podlegając opodatkowaniu), musi wypłacić wszystkie uzyskane dochody i zyski. Fundusz także płaci podatek CIT od wzrostu wartości nieruchomości.
Opodatkowanie funduszu	Dywidendy pochodzące ze zwykłych dochodów opodatkowane są tak samo jak inne dywidendy. Zyski uzyskane przez spółki zależne także podlegają podatkowi CIT. Zatrzymany zysk kapitałowy podlega normalnemu opodatkowaniu CIT. Fundusz nie otrzymuje zwrotu z tytułu zapłaconego podatku u źródła przy swoich inwestycjach zagranicznych, ale może obniżyć podatek do zapłacenia w USA.
Opodatkowanie inwestorów	Inwestor indywidualny płaci 15% PIT z tytułu uzyskanej dywidendy REIT. Zyski ze wzrostu wartości inwestycji płacone są w momencie ich realizacji (odkładane w czasie). Inwestor instytucjonalny – 35%.
Zwolnienia podatkowe	Jeżeli dochód jest dystrybuowany w wysokości minimum 90%, fundusz zwolniony jest z podatku do wysokości wypłaconej dywidendy. Pozostała część podlega opodatkowaniu CIT (w USA 35%), ale stosowane są specjalne zniżki podatkowe. Zwolnienia od podatków wymienionych w rubryce 8. są wyłącznie możliwe, gdy fundusz ogłosi utrzymanie tych nieruchomości w swoim portfelu przez następne 10 lat.
Inwestorzy	
Założyciele	Minimum 100 inwestorów. Nie więcej niż 50% akcji może być w posiadaniu przez 5 lub mniej akcjonariuszy.
Institutionalni	Bez ograniczeń.
Indywidualni	Bez ograniczeń.
Zagraniczni	Nie ma ograniczeń dla udziałowców zagranicznych.
Rodzaj oferowanego instrumentu	Udziały, mogą być przedmiotem obrotu publicznego.
Zasady utrzymania płynności	N/A.
Zasady wyceny nieruchomości	–
Zasady wyceny portfela	Wartość Aktywów Netto (NAV) obliczana jako suma dochodu operacyjnego netto generowanego przez skonsolidowany portfel nieruchomości (przychody z wynajmu), wpływy z innych nieruchomości, dochody z zarządzania nieruchomościami i z innych opłat, wartość innych aktywów, zobowiązań, udziałów (akcji).
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	–
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Przepisy nie wymagają wypłaty przychodów kapitałowych funduszu.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Dla uzyskania statusu funduszu REIT musi on wypłacać rocznie co najmniej 90% swojego dochodu operacyjnego w formie dywidendy.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Brak możliwości wystarczająco częstego wyznaczania wartości nieruchomości w portfelu, a tym samym funduszu.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	450 mld USD.
Koszty administracyjne	Brak danych.

Niemcy
G-REIT

Podstawa prawna	The German Real Estate Investment Trust law – REIT law (G-REIT) z 2007 r.
Forma prawna	Musi być wpisany do Rejestru Handlowego – wpisanie określa spełnienie wymogów dla funduszy REIT. Musi być notowany na giełdzie.
Rodzaj funduszu	Spółka akcyjna zarejestrowana w Niemczech. Nie dopuszcza się prywatnych REIT, w których jest bardzo mała liczba instytucjonalnych inwestorów.
Minimalny portfel inwestycyjny	15 mln Euro.
Wymogi dla zarządzającego	G-REIT: Rejestracja w niemieckim KRS oraz Urzędzie Podatkowym. Statut musi przewidywać system rekompensaty dla udziałowców np. poniżej 3% kapitału w przypadku utracenia przywileju kwalifikacji do funduszu REIT.
Wymogi inwestycyjne	75% majątku funduszu muszą stanowić nieruchomości. 75% dochodów brutto musi pochodzić z dochodów z najmu, wydzierżawienia, leasingu i sprzedaży nieruchomości. W ciągu pięciu lat REIT może sprzedać tylko połowę swojego majątku.
Udziały we własności nieruchomości	Nie ma ograniczeń.
Udziały w podmiotach prawnych	Nie ma ograniczeń.
Inwestycje w papiery wartościowe	Nie ma ograniczeń.
Limity i ograniczenia rynkowe	Fundusz nie może inwestować w nieruchomości mieszkaniowe, jeżeli ta nieruchomość jest zlokalizowana w Niemczech i wybudowana była przed 2007 r.
Wymagany kapitał	15 mln Euro.
Kwoty inwestycyjne	Nie mogą inwestować w nieruchomości mieszkaniowe. Minimum 75% aktywów powinny stanowić nieruchomości.
Rodzaje nieruchomości	Nie mogą inwestować w nieruchomości mieszkaniowe.
Rynki nieruchomości	Nie ma ograniczeń inwestowania za granicą, ale muszą one być własnością REIT (jako spółki akcyjnej, z o.o. lub trustu).
Warunki podatkowe	REIT są zwolnione z podatków od przedsiębiorstw i dochodów.
Opodatkowanie funduszu	Wszystkie dochody i zyski funduszu zwolnione są z podatku. Dla akcjonariuszy z krajów mających umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania wynosi średnio 15% WHT.
Opodatkowanie inwestorów	Generalnie są w pełni opodatkowane. Podatek u źródła wynosi 25% plus 5,5% opłaty „solidarnościowej”.
Zwolnienia podatkowe	Co najmniej 15% akcji G-REIT musi być rozproszonych wśród akcjonariuszy, z których każdy nie może posiadać więcej niż 3% w tej puli akcji (czyli 10% głosów). Warunkiem wstępnym notowania na giełdzie musi być udział akcji rozproszonych wysokości 25% akcji G-REIT. Nie zezwala się, aby pojedynczy akcjonariusz mógł posiadać więcej niż 10% prawa głosu. Na koniec każdego roku kalendarzowego G-REIT jest zobligowany do informowania Federal Financial Service Agency, która z kolei informuje Central Tax Office o tym, czy udział 15% rozproszonych udziałów został spełniony.
Inwestorzy	Wymóg pozyskania minimum 25% kapitału przez pierwotną ofertę publiczną. Udział pierwszego inwestora nie może przekroczyć 10% udziałów uprawniających do głosowania na zgromadzeniu udziałowców (akcjonariuszy).
Założyciele	Brak danych.
Instytucjonalni	Brak danych.
Indywidualni	–
Zagraniczni	Brak danych.
Rodzaj oferowanego instrumentu	–
Zasady utrzymania płynności	Fundusz musi być notowany na rynku publicznym.
Zasady wyceny nieruchomości	–
Zasady wyceny portfela	Możliwe jest przesunięcie w czasie wypłaty 50% zysków z kapitału pozyskanego z rynku nieruchomości. Połowa przychodów z sprzedaży może być przeniesiona jako tzw. rezerwa.
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	Brak danych.
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Minimum 90% zysków musi zostać wypłacone w ciągu roku. Przychody z najmu muszą stanowić przynajmniej 50% dochodów kapitałowych. Tworzone rezerwy powinny być wypłacone najpóźniej w ciągu 2 lat od ich utworzenia.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Dochód operacyjny, podlegający obowiązkowej wypłacie udziałowcom powinien stanowić 90% dochodu netto funduszu. Różne kary. Możliwość utraty statusu REIT.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Brak danych.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	1.657 mln Euro 0,15% rynku.
Koszty administracyjne	Brak danych.



Niemcy

Otwarty Fundusz Nieruchomości – Detaliczny „Immobilien Sondervermoege(n)” (Open-End Retail Fund)

Podstawa prawna	Ustawa o Inwestycjach Kapitałowych (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) z 2013 r. Nadzór nad rynkiem finansowym – BaFin – zarówno wobec zarządzających, jak i funduszu.
Forma prawna	Detaliczny fundusz otwarty Sondervermoege(n) nie ma osobowości prawnej.
Rodzaj funduszu	Dostępny jest dla wszystkich inwestorów.
Minimalny portfel inwestycyjny	Brak danych.
Wymogi dla zarządzającego	Musi być zarządzany przez firmy zarządzające (KGV) utworzone w formie spółki akcyjnej (AG), spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (GmbH) lub spółki partnerskiej (GmbH & Co. KG).
Wymogi inwestycyjne	Fundusz może inwestować w określone aktywa, np. nieruchomości (na wynajem, komercyjne lub mieszane), grunty pod zabudowę, prawa nieruchomości, udziały w firmach nieruchomościowych, gotówkę, papiery wartościowe i udziały w G-REIT.
Udziały we własności nieruchomości	Fundusz może inwestować w określone aktywa, np. nieruchomości (na wynajem, komercyjne lub mieszane), grunty pod zabudowę, prawa nieruchomości, udziały w firmach nieruchomościowych, gotówkę, papiery wartościowe i udziały w G-REIT.
Udziały w podmiotach prawnych	Szczegółowe przepisy (KAGB) określają możliwość inwestowania w firmy nieruchomościowe.
Inwestycje w papiery wartościowe	Szczegółowe przepisy (KAGB) określają możliwość inwestowania w firmy nieruchomościowe.
Limity i ograniczenia rynkowe	Szczegółowe przepisy (KAGB) określają możliwość inwestowania w firmy nieruchomościowe.
Wymagany kapitał	Brak danych.
Kwoty inwestycyjne	Brak danych.
Rodzaje nieruchomości	Brak danych.
Rynki nieruchomości	Brak danych.
Warunki podatkowe	Fundusz jest zwolniony z podatku dochodowego i obrotowego. Fundusz zobowiązany jest do podawania do publicznej wiadomości przez publikację na stronie „Elektronischer Bundesanzeiger” w celu zapewnienia transparentności statusu podatkowego funduszu.
Opodatkowanie funduszu	Fundusz nie płaci podatków z tytułu dochodów z otrzymanych dywidend, uzyskanych dochodów kapitałowych i innych uzyskanych dochodów.
Opodatkowanie inwestorów	Przychody wypłacone przez fundusz opodatkowane są zgodnie ze statusem inwestora i rodzajem dochodu. Dla dochodów uzyskanych i zatrzymanych w funduszu z krajowych i zagranicznych dywidend, dochodów odsetkowych i z innych źródeł dochodów podatek u źródła wynosi 26,375% plus 5,5% opłaty „solidarnościowej”. Dochody funduszu dystrybuowane opodatkowane są podatkiem u źródła w takim samym układzie.
Zwolnienia podatkowe	Zwolnienia z podatku u źródła wynikają z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.
Inwestorzy	
Założyciele	Brak danych.
Institutionalni	Brak danych.
Indywidualni	Bez ograniczeń.
Zagraniczni	Nie mają obowiązku składania zeznań podatkowych w Niemczech.
Rodzaj oferowanego instrumentu	Brak danych.
Zasady utrzymania płynności	Brak danych.
Zasady wyceny nieruchomości	Brak danych.
Zasady wyceny portfela	Brak danych.
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	Umorzenie papierów jest możliwe po 24-miesięcznym okresie inwestowania i 12-miesięcznym notyfikacji takiego planu.
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Inwestorzy mają prawo otrzymywać przychody funduszu pro rata do swoich udziałów.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Brak danych.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Brak danych.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	Brak danych.
Koszty administracyjne	Brak danych.

Niemcy

Otwarty Fundusz Nieruchomości – Specjalistyczny „Special Sondervermoegeen” (Open-End Specialised Fund)

Podstawa prawna	Ustawa o Inwestycjach Kapitałowych (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) z 2013 r. Nadzór nad rynkiem finansowym – BaFin – zarówno wobec zarządzających, jak i funduszu.
Forma prawna	Specjalistyczny fundusz otwarty. Sondervermoegeen nie ma osobowości prawnej.
Rodzaj funduszu	Dostępny wyłącznie dla inwestorów profesjonalnych i półprofesjonalnych.
Minimalny portfel inwestycyjny	Brak danych.
Wymogi dla zarządzającego	Musi być zarządzany przez firmy zarządzające (KGV) utworzone w formie spółki akcyjnej (AG), spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (GmbH) lub spółki partnerskiej (GmbH & Co. KG).
Wymogi inwestycyjne	Przy akceptacji inwestorów fundusz specjalistyczny może inwestować w różne instrumenty, pod warunkiem, iż spełnia wymogi inwestycji w określone aktywa i wielkości zaangażowania. Finansowanie długiem ograniczone jest do 50% wartości rynkowej nieruchomości będących w portfelu funduszu.
Udziały we własności nieruchomości	Przy akceptacji inwestorów fundusz specjalistyczny może inwestować w różne instrumenty, pod warunkiem, iż spełnia wymogi inwestycji w określone aktywa i wielkości zaangażowania. Finansowanie długiem ograniczone jest do 50% wartości rynkowej nieruchomości będących w portfelu funduszu.
Udziały w podmiotach prawnych	Szczegółowe przepisy (KAGB) określają możliwość inwestowania w firmy nieruchomościowe.
Inwestycje w papiery wartościowe	Szczegółowe przepisy (KAGB) określają możliwość inwestowania w firmy nieruchomościowe.
Limity i ograniczenia rynkowe	j.w., ale należy zwracać uwagę na wymogi regulacyjne.
Wymagany kapitał	Brak danych.
Kwoty inwestycyjne	Brak danych.
Rodzaje nieruchomości	Brak danych.
Rynki nieruchomości	Brak danych.
Warunki podatkowe	Fundusz jest zwolniony z podatku dochodowego i obrotowego. Fundusz zobowiązany jest do podawania do publicznej wiadomości przez publikację na stronie „Elektronischer Bundesanzeiger” w celu zapewnienia transparentności statusu podatkowego funduszu.
Opodatkowanie funduszu	Fundusz nie płaci podatków z tytułu dochodów z otrzymanych dywidend, uzyskanych dochodów kapitałowych i innych uzyskanych dochodów.
Opodatkowanie inwestorów	Przychody wypłacone przez fundusz opodatkowane są zgodnie ze statusem inwestora i rodzajem dochodu. Dla dochodów uzyskanych i zatrzymanych w funduszu z krajowych i zagranicznych dywidend, dochodów odsetkowych i z innych źródeł dochodów, podatek u źródła wynosi 26,375% plus 5,5% opłaty „solidarnościowej”. Dochody funduszu dystrybuowane opodatkowane są podatkiem u źródła w takim samym układzie.
Zwolnienia podatkowe	Zwolnienia z podatku u źródła wynikają z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.
Inwestorzy	
Założyciele	Brak danych.
Institutionalni	Brak danych.
Indywidualni	Tylko profesjonalni i półprofesjonalni.
Zagraniczni	Nie mają obowiązku składania zeznań podatkowych w Niemczech.
Rodzaj oferowanego instrumentu	Brak danych.
Zasady utrzymania płynności	Brak danych.
Zasady wyceny nieruchomości	Brak danych.
Zasady wyceny portfela	Nie ma wymogu publikowania raportów funduszu, pod warunkiem jednak, iż udostępnione są dane, które pozwalają zidentyfikować zobowiązania podatkowe inwestora.
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	Umorzenie papierów jest możliwe raz w ciągu 12 miesięcy po wartości aktywów netto (NAV).
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Inwestorzy mają prawo otrzymywać przychody funduszu pro rata do swoich udziałów.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Brak danych.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Brak danych.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	Brak danych.
Koszty administracyjne	Brak danych.



Niemcy

Zamknięty Fundusz Nieruchomości – Detaliczny „Investment-KG – Closed-End Retail Fund”

Podstawa prawna	Ustawa o Inwestycjach Kapitałowych (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) z 2013 r. Nadzór nad rynkiem finansowym – BaFin – zarówno wobec zarządzających, jak i funduszu.
Forma prawna	Zamknięte fundusze inwestycyjne detaliczne mogą być tworzone jako Investmentaktiengesellschaft (spółka akcyjna z ustalonym kapitałem – Investment AG). Prawo niemieckie spółek handlowych rozpoznaje spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (GmbH) i spółki partnerskiej (GmbH & Co. KG) jako specjalną formę spółki partnerskiej (komandytowa lub komandytowo-akcyjna w nomenklaturze polskiej) i główny partner nie jest osobą fizyczną, a właśnie spółką z o.o. (GmbH) – zobowiązania udziałowców do poziomu zaangażowania kapitałowego.
Rodzaj funduszu	Dostępny jest dla wszystkich inwestorów – są oni partnerami w KG.
Minimalny portfel inwestycyjny	Brak danych.
Wymogi dla zarządzającego	Zarejestrowany w BaFin.
Wymogi inwestycyjne	Finansowanie długiem jest możliwe do 60% wartości funduszu (dane rynkowe) i przy ustalonych wcześniej warunkach.
Udziały we własności nieruchomości	Finansowanie długiem jest możliwe do 60% wartości funduszu (dane rynkowe) i przy ustalonych wcześniej warunkach.
Udziały w podmiotach prawnych	Finansowanie długiem jest możliwe do 60% wartości funduszu (dane rynkowe) i przy ustalonych wcześniej warunkach.
Inwestycje w papiery wartościowe	Finansowanie długiem jest możliwe do 60% wartości funduszu (dane rynkowe) i przy ustalonych wcześniej warunkach.
Limity i ograniczenia rynkowe	Finansowanie długiem jest możliwe do 60% wartości funduszu (dane rynkowe) i przy ustalonych wcześniej warunkach.
Wymagany kapitał	Brak danych.
Kwoty inwestycyjne	Brak danych.
Rodzaje nieruchomości	Brak danych.
Rynki nieruchomości	Po spełnieniu specjalnych warunków możliwe są długoterminowe inwestycje skupione na jednym lub kilku aktywach.
Warunki podatkowe	Warunki podatkowe zależą od rodzaju (formy prawnej) instrumentów inwestycyjnych. Jako spółka partnerska Investment-KG jest transparentna w systemie podatkowym, to znaczy dochody są ewidencjonowane oddzielnie i jednorodnie na poziomie spółki i alokowane wobec partnerów mających różny status podatkowy. Podatek obrotowy może być wymagany na poziomie instrumentu inwestycyjnego.
Opodatkowanie funduszu	Na poziomie funduszu nie ma opodatkowania z tytułu dochodów z otrzymanych dywidend, uzyskanych dochodów kapitałowych i innych uzyskanych dochodów. Fundusz zwolniony jest z podatku obrotowego z tytułu uzyskanych dywidend z inwestycji co najmniej 10% w unijnych i 15% pozaunijnych firm.
Opodatkowanie inwestorów	Z punktu widzenia podatkowego inwestor ma prawo uzyskania przychodów funduszu odpowiednio do swojego udziału, bez względu na aktualną politykę funduszu dystrybucji dochodów. Nie ma zwolnienia z podatku u źródła.
Zwolnienia podatkowe	Nie ma zwolnienia z podatku u źródła.
Inwestorzy	Przychód z działalności funduszu podlega opodatkowaniu zgodnie z indywidualnym statusem inwestorów.
Założyciele	Brak danych.
Instytucjonalni	Rezydenci są, a nierezydenci mogą podlegać opodatkowaniu zgodnie z przepisami niemieckimi z tytułu przychodów KG.
Indywidualni	Bez ograniczeń.
Zagraniczni	Partnerzy mogą skorzystać z warunków umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.
Rodzaj oferowanego instrumentu	Brak danych.
Zasady utrzymania płynności	Brak danych.
Zasady wyceny nieruchomości	Brak danych.
Zasady wyceny portfela	Brak danych.
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	Brak danych.
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Inwestorzy mają prawo otrzymywać przychody funduszu pro rata do swoich udziałów.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Brak danych.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Brak danych.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	Brak danych.
Koszty administracyjne	Brak danych.

Niemcy

Zamknięty Fundusz Nieruchomości – Specjalistyczny „Special-Investment-KG – Closed-End Specialised Fund

Podstawa prawna	Ustawa o Inwestycjach Kapitałowych (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) z 2013 r. Nadzór nad rynkiem finansowym – BaFin – zarówno wobec zarządzających, jak i funduszu.
Forma prawna	Zamknięte fundusze inwestycyjne specjalistyczne mogą być tworzone jako Investmentkiengesellschaft (spółka akcyjna z ustalonym kapitałem – Investment AG), jak również geschlossene Investmentkommanditgesellschaft (spółka komandytowa). Prawo niemieckie spółek handlowych rozpoznaje spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (GmbH) i spółki partnerskiej (GmbH & Co. KG) jako specjalną formę spółki partnerskiej (komandytowa lub komandytowo-akcyjna w nomenklaturze polskiej) i główny partner nie jest osobą fizyczną. Udziałowcy są traktowani jako partnerzy i ich zobowiązania ograniczone są do poziomu zaangażowania kapitałowego.
Rodzaj funduszu	Dostępny wyłącznie dla profesjonalnych i półprofesjonalnych inwestorów – są oni partnerami w KG.
Minimalny portfel inwestycyjny	Brak danych.
Wymogi dla zarządzającego	Zarejestrowany w BaFin.
Wymogi inwestycyjne	Cel funduszu musi być określony w umowie partnerstwa i ograniczać się do wspólnego inwestowania i zarządzania kapitałem zgodnie z wcześniej określonymi warunkami inwestycyjnymi. Celem funduszu jest osiągnięcie korzyści dla inwestorów. Fundusz może inwestować w każdy rodzaj aktywów, pod warunkiem możliwości ich wyceny. Może także inwestować tylko w pojedyncze aktywo. Nie ma ograniczeń w finansowaniu długiem, aczkolwiek, na wniosek BaFin poziom lewarowania musi być jasno przedstawiony, w zależności od przypadku.
Udziały we własności nieruchomości	jw.
Udziały w podmiotach prawnych	jw.
Inwestycje w papiery wartościowe	jw.
Limity i ograniczenia rynkowe	Nie ma ograniczeń w finansowaniu długiem.
Wymagany kapitał	Brak danych.
Kwoty inwestycyjne	Fundusz może inwestować w nieruchomości i inne podmioty na rynku nieruchomości (bez względu na to, czy są notowane na rynku publicznym).
Rodzaje nieruchomości	Aktywem może być jedna nieruchomość.
Rynki nieruchomości	Może inwestować bezpośrednio na rynku lub przez udziały w firmach nieruchomościowych notowanych lub nienotowanych na rynku publicznym.
Warunki podatkowe	Warunki podatkowe zależą od rodzaju (formy prawnej) instrumentów inwestycyjnych. Jako spółka partnerska Investment-KG jest transparentna w systemie podatkowym, to znaczy dochody są ewidencjonowane oddzielnie i jednorodnie na poziomie spółki i alokowane wobec partnerów mających różny status podatkowy. Podatek obrotowy może być wymagany na poziomie instrumentu inwestycyjnego.
Opodatkowanie funduszu	Na poziomie funduszu nie ma opodatkowania z tytułu dochodów z otrzymanych dywidend, uzyskanych dochodów kapitałowych i innych uzyskanych dochodów. Fundusz zwolniony jest z podatku obrotowego z tytułu uzyskanych dywidend z inwestycji co najmniej 10% w unijnych i 15% pozaunijnych firm.
Opodatkowanie inwestorów	Z punktu widzenia podatkowego inwestor ma prawo uzyskania przychodów funduszu odpowiednio do swojego udziału, bez względu na aktualną politykę funduszu dystrybucji dochodów. Nie ma zwolnienia z podatku u źródła.
Zwolnienia podatkowe	Nie ma zwolnienia z podatku u źródła.
Inwestorzy	
Założyciele	Brak danych.
Institutionalni	Rezydenci są, a nierezydenci mogą podlegać opodatkowaniu zgodnie z przepisami niemieckimi z tytułu przychodów. KG.
Indywidualni	Tylko profesjonalni i półprofesjonalni.
Zagraniczni	Partnerzy mogą skorzystać z warunków umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.
Rodzaj oferowanego instrumentu	Brak danych.
Zasady utrzymania płynności	Brak danych.
Zasady wyceny nieruchomości	Brak danych.
Zasady wyceny portfela	Brak danych.
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	Brak danych.
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Inwestorzy mają prawo otrzymywać przychody funduszu pro rata do swoich udziałów.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Brak danych.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Brak danych.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	Brak danych.
Koszty administracyjne	Brak danych.



Polska

FIZAN – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych*

Podstawa prawna	Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych.
Forma prawna	Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną.
Rodzaj funduszu	Fundusz inwestycyjny zamknięty. Fundusz Inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych ma możliwość lokowania środków funduszu w aktywa niepubliczne (np. nieruchomości, wierzytelności, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, akcje w spółkach niepublicznych oraz w spółkach komandytowo-akcyjnych) oraz instrumenty pochodne i kontrakty terminowe.
Minimalny portfel inwestycyjny	Nie ma wymogów.
Wymogi dla zarządzającego	Komisja Nadzoru Finansowego wydaje zezwolenie TFI na utworzenie funduszu inwestycyjnego po przedstawieniu statutu, umowy z depozytariuszem, informację o zarządzającym i prospektu informacyjnego.
Wymogi inwestycyjne	Ustawa określa rodzaje inwestycji prowadzone przez Fundusz.
Udziały we własności nieruchomości	Ustawa zezwala – własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych, budynkowych lokalowych.
Udziały w podmiotach prawnych	Ustawa zezwala. Fundusz może także inwestować w projekty przez Spółki Specjalnego Przeznaczenia (SPV).
Inwestycje w papiery wartościowe	Ustawa zezwala na nabywanie np. udziałowych papierów wartościowych.
Limity i ograniczenia rynkowe	Przedmiotem lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być (i) własność lub współwłasność: (a) nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami, (b) budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, (ii) użytkowanie wieczyste.
Wymagany kapitał	Określa statut Funduszu zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego. Minimalne wpłaty łączne to 4 mln zł dla funduszu notowanego na rynku publicznym.
Kwoty inwestycyjne	Określa statut Funduszu.
Rodzaje nieruchomości	Określa statut Funduszu.
Rynki nieruchomości	Określa statut Funduszu.
Warunki podatkowe	Specjalne.
Opodatkowanie funduszu	Fundusz zwolniony jest z podatku dochodowego.
Opodatkowanie inwestorów	Inwestor opodatkowany jest podatkiem dochodowym z tytułu przyrostu wartości certyfikatu inwestycyjnego w momencie jego sprzedaży lub przedstawienia do umorzenia przez fundusz.
Zwolnienia podatkowe	Fundusz podmiotowo zwolniony jest z podatku dochodowego.
Inwestorzy	
Założyciele	Ustawa nie ogranicza.
Institutionalni	Ustawa nie ogranicza.
Indywidualni	Ustawa nie ogranicza, jeżeli jest to fundusz notowany na rynku publicznym. Osoby fizyczne mogą nabyć certyfikaty inwestycyjne funduszu nienotowanego publicznie, jeżeli dokonają jednorazowo zapisu na certyfikaty o wartości nie mniejszej niż równoważność w złotych 40 000 euro.
Zagraniczni	Ustawa nie ogranicza.
Rodzaj oferowanego instrumentu	Certyfikat inwestycyjny.
Zasady utrzymania płynności	CI może być przedmiotem notowania na rynku publicznym.
Zasady wyceny nieruchomości	Ustawa wymaga wyceny nieruchomości przez zespół co najmniej trzech rzeczoznawców. Nie rzadziej niż raz na 6 miesięcy dokonuje się aktualizacji wartości nieruchomości.
Zasady wyceny portfela	Wymagane jest ustalenie, przynajmniej raz na 6 miesięcy ustalenie wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny.
Zasady wykupu papierów (instrumentu)	Dozwolone umorzenie (wykup CI przez fundusz).
Zasady wypłaty przychodów kapitałowych	Statut funduszu określa zasadę wypłaty zysków kapitałowych.
Zasady wypłaty zysków dochodowych	Statut funduszu określa zasadę wypłaty zysków dochodowych.
Ryzyko funduszu nieruchomości	Niezbędne umiejętności zarządzania przedsięwzięciami inwestycyjno-budowlanymi i zarządzania nieruchomościami.
Udział w rynku inwestycji w nieruchomości (kapitalizacja)	Brak danych.
Koszty administracyjne	Ustawa wymaga określenia szczegółowo rodzajów kosztów kwalifikowanych działania funduszu.

* Z uwagi na znaczenie dla funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, niektóre przepisy wprowadzone ustawą z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych będą przywoływane, jeżeli mają szczególne znaczenie dla poszczególnych elementów porównawczych rozwiązań amerykańskich i niemieckich.



FOTO: FOTOLIA

- 5) lewarowanie finansowe: konserwatywna struktura finansowa, często osiągnięta obligatoryjnym limitem lewarowania,
- 6) korzyści podatkowe: korzyści z preferencyjnych warunków podatkowych, które powinny ograniczać zobowiązania podatkowe na poziomie korporacyjnym.

Załączone porównanie funduszy w różnych krajach ma za zadanie zwrócić uwagi na najbardziej istotne elementy działania funduszy z punktu widzenia określenia zasad ich funkcjonowania w Polsce, rozwoju rynku nieruchomości oraz potrzeby wprowadzania różnych rozwiązań oczekiwanych przez rynek i inwestorów, a także wskazanie, jakie rozwiązania dotyczące funduszy inwestycyjnych zamkniętych już funkcjonują na naszym rynku.

Porównując warunki funkcjonowania funduszy nieruchomościowych w wybranych krajach i w Polsce, należy wskazać iż:

1. Przepisy polskie umożliwiają ich funkcjonowanie w formule funduszu zamkniętego aktywów niepublicznych, inwestującego w różne rodzaje nieruchomości (mieszkaniowe i komercyjne), których uczestnictwo

dostępne jest dla wszystkich inwestorów (z jedynym ograniczeniem – minimalny poziom inwestycji) i praktycznie spełniają wszystkie podstawowe wymogi określone dla funduszy typu REIT, w tym notowania na rynku publicznym.

2. Brak jest rozwiązań prawnych dla funduszy inwestycyjnych otwartych, które inwestowałyby w nieruchomości, a które mogłyby stanowić wehikuł inwestycyjny dla drobnych inwestorów. Należy wziąć pod uwagę dwa fakty: popularność takich funduszy rośnie wraz z uzyskiwaną stopą zwrotu z inwestycji oraz potrzebę umożliwienia powoływania takich funduszy, bez względu na aktualną koniunkturę na rynku.
3. Formuła inwestowania przez osoby fizyczne w funduszu inwestycyjnym zamkniętym aktywów niepublicznych inwestującego w nieruchomości mieszkaniowe umożliwia nie tylko zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych (nabywca certyfikatów inwestycyjnych może być jednocześnie najemcą w takiej nieruchomości) takiego inwestora, ale także stanowi instrument długoterminowego oszczędzania na mieszkanie, w którym już jest się lokatorem i otwarta jest możliwość uzyskania tytułu własności lokalu po spłaceniu całej ceny certyfikatu. ■ ■ ■

STRESZCZENIE

Fundusze inwestycyjne inwestujące bezpośrednio lub pośrednio na rynku nieruchomości pełnią specjalną rolę w rozwoju tego rynku. Fundusz znany pod nazwą REIT stanowi synonim dobrej inwestycji, dla rynku i inwestora. Wskazywany jest jako wehikuł umożliwiający udział różnego rodzaju inwestorów w realizacji celów inwestycyjnych i społecznych. Często wyrażana jest nadzieja, iż polskie warunki finansowania powinny umożliwiać tworzenie takich wehikułów, dla dobra rynku nieruchomości i inwestorów. Celem artykułu jest wskazanie, iż polskie przepisy umożliwiają tworzenie funduszy inwestycyjnych. Artykuł także ma za zadanie wskazanie istotnych kryteriów oceny porównawczej działania tych funduszy na trzech wybranych rynkach.

SŁOWA KLUCZOWE

rynek finansowania nieruchomości,
fundusze inwestycyjne,
REIT

ABSTRACT

Investment funds that invest directly or indirectly in real estate play a special role in the development of this market. The fund, known as REIT is synonymous with good investment, for market and for investor. The fund is indicated as a vehicle to enable the participation of different types of investors in the investment and social targets. The frequently expressed hope that the Polish financing conditions should allow for the creation of such vehicles, for the benefit of the real estate market and investors. This article aims to show that the Polish regulations allow the creation of investment funds. Article also aims to identify relevant criteria for comparative assessment of these funds to the three selected markets.

KEY WORDS

real estate financing market,
investment funds,
REIT