

Fundusze ETF typu REIT na rynku amerykańskim oraz perspektywy rozwoju w Polsce

Wstęp

Rynek nieruchomości jest atrakcyjnym miejscem do prowadzenia inwestycji. Jednakże bariery wejścia potrafią w wyraźny sposób powstrzymać mniej zaможnych inwestorów, jednocześnie przyczyniając się do utraty potencjalnego kapitału przez sektor nieruchomości. Równie problematyczna dla inwestorów może być dużo niższa płynność inwestycji w nieruchomości w porównaniu do inwestycji na rynku kapitałowym. W odpowiedzi na potrzeby inwestorów wykreowano *Real Estate Investment Trust* rozwiązujące część tych problemów. Z drugiej strony tylko na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wartość rocznych obrotów ETF w całym roku wzrosła z 70 515 tys. PLN w 2010 r. do 149 899 tys. PLN w 2018 r.¹ Rynek ten jest dynamicznie rozwijającą się częścią sektora finansowego, co doprowadziło do kombinacji REIT-ów oraz ETF.

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie istoty REIT ETF oraz cech sektora REIT ETF na tle podobnych produktów finansowych w Stanach Zjednoczonych. Przeanalizowano również możliwość rozwoju tego typu instrumentu na rynku polskim za pomocą analizy opisowej.

1. Istota Real Estate Investment Trust oraz Exchange-Traded Fund

Exchange-Traded Fund w skrócie ETF jest funduszem notowanym na giełdzie w sposób analogiczny do akcji. Zazwyczaj działa on na zasadzie Otwartego Funduszu Inwestycyjnego, co pozwala na dowolną możliwość kreacji lub umarzania jednostek uczestnictwa, które uznaje się za papier wartościowy². W przeciwieństwie do regularnych funduszy inwestycyjnych najważniejszym zadaniem ETF

¹ *Rocznik Giełdowy 2019. Dane statystyczne za rok 2018*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2019.

² W. Nawrot, *Exchange-Traded Funds (ETF): nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa, 2007, s. 68–69.

jest odzwierciedlenie zachowań danego indeksu, a nie przewyższenie jego wyników. Do zalet takiego rodzaju funduszu można zaliczyć³:

- łatwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego,
- porównywalnie niższe koszty zarządzania funduszem niż w przypadku funduszy zarządzanych aktywnie,
- przejrzystą strategię inwestycyjną,
- nienaganną płynność wynikająca z notowania na giełdzie,
- korzyści wynikające z przyznawania dywidend.

Real Estate Investment Trust (w skrócie REIT) jest podmiotem umożliwiającym zbiorowe inwestowanie w nieruchomości. Najczęściej odbywa się to poprzez nabywanie nieruchomości, które w przyszłości przyniosą dochody między innymi z tytułu czynszów. REIT-y ze względu na przedmiot inwestowania kapitału dzieli się na:

- kapitałowe – generują one dochód poprzez nabywanie, budowę i sprzedaż nieruchomości z zyskiem,
- hipoteczne – kreujące zyski poprzez udzielanie pożyczek nabywcom, nieruchomości, lub inwestycje w papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką,
- hybrydowe – łączące cechy dwóch powyższych funduszy.

Aktywa takie funkcjonują w wielu krajach na świecie, jednakże w zależności od państwa zarówno struktura docelowa, jak i nazwa może się różnić. Działają one jednak w bardzo podobny sposób. Przykładowo we Francji wyróżniane są dwa lokalne typy funduszy: SIIC oraz SCPI a w Meksyku wykształcił instrument zwany FIBRA (*Fideicomiso de Infraestructura y Bienes Raíces*)⁴.

REIT ETF jest instrumentem, który inwestuje kapitał w fundusze typu REIT oraz w zależności od strategii inwestycyjnej w odpowiednie instrumenty pochodne z nimi związane. Indeksami najczęściej służącymi jako benchmark dla REIT ETF na rynku amerykańskim są MSCI U.S. REIT Index i Dow Jones U.S. REIT Index⁵. REIT ETF łączy w sobie cechy charakterystyczne dwóch wcześniej wspomnianych typów funduszy inwestycyjnych. Cechy ETF częściowo rozwiązuje problem płynności inwestycji, który charakteryzuje sektor nieruchomości. Ułatwi inwestorowi dywersyfikację oraz ograniczają do minimum niezbędne due diligence.

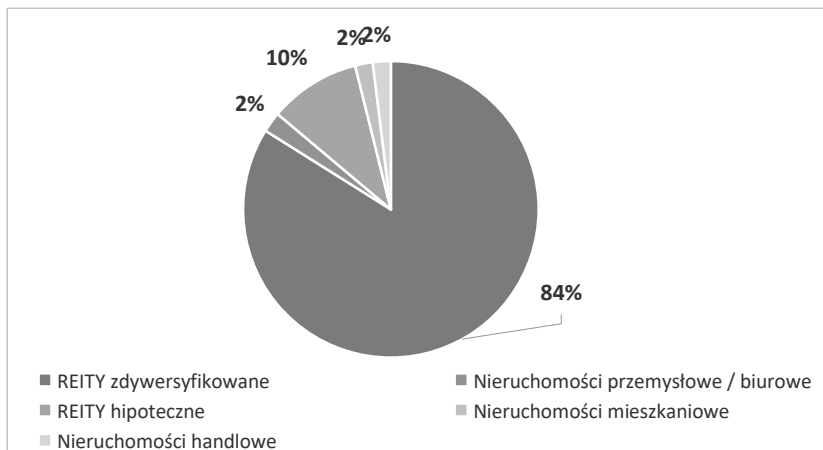
³ Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych, <https://www.gpw.pl/etfy> [dostęp: 30.12.2019].

⁴ Strona internetowa reit.com, <https://www.reit.com/news/reit-magazine/september-october-2014/fibras-get-their-footing> [dostęp: 29.12.2019].

⁵ Strona internetowa investopedia.com, https://www.investopedia.com/terms/r/reit_etf.asp [dostęp: 29.12.2019].

2. Charakterystyka sektora REIT ETF w Stanach Zjednoczonych

Według stanu na dzień 19 grudnia 2019 r. na rynku amerykańskim funkcjonowało 23 21 ETF⁶. Około 70% z nich notowanych było na NYSE, kolejne 17% na NASDAQ, a 13% funkcjonowało na *Chicago Board Options Exchange*. Wśród 2321 funduszy znajduje się 57 REIT ETF, które stanowią około 2,5% całego amerykańskiego rynku ETF⁷. Rys. 1 przedstawia podział REIT ETF ze względu na przedmiot inwestycji.



Rys. 1. Udział funduszy w rynku REIT ETF ze względu na przedmiot inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://etfdb.com/screener/#tab=fund-flows&page=1&asset_class=real%20estate [dostęp 19.12.2019].

Fundusze o najbardziej zdywersyfikowanym portfolio posiadają największy udział wśród REIT ETF. Stanowią one około 84% wszystkich funduszy (Rys. 1). Drugą najbardziej liczną grupą z udziałem na poziomie 10% są REIT-y lokujące kapitał w papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Rozwiązanie takie ze względu na zdywersyfikowaną jakość kredytową wykorzystywanych papierów wartościowych posiadających zróżnicowany stopień ryzyka i stóp zwrotu pozwala inwestorom na optymalizację ryzyka inwestycyjnego. Fundusze inwestujące w nieruchomości handlowe, przemysłowe lub biurowe i mieszkaniowe są najmniejszą grupą funduszy, a ich łączny udział w rynku REIT ETF nie przekra-

⁶ Strona internetowa etfdb.com, <https://etfdb.com/etf-data-for-journalists/> [dostęp: 30.12.2019].

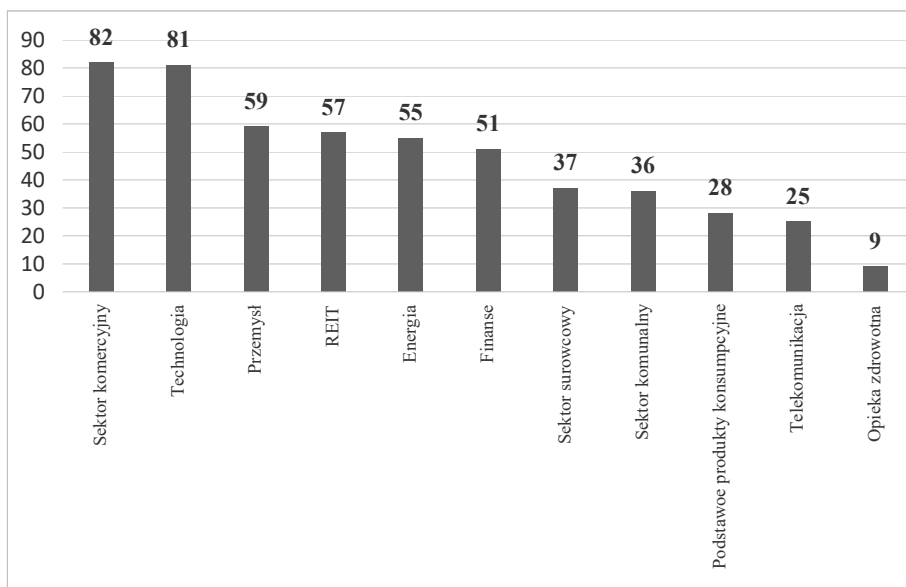
⁷ Ibidem.

cza 6%. Wśród funduszy opisanych wcześniej znajdują się *Inverse* ETF⁸ oraz ETF wykorzystujące dźwignię finansową.

Struktura rynku REIT ETF wyraźnie wskazuje na fakt awersji inwestorów do wyspecjalizowanych instrumentów finansowych. Ograniczenie inwestycji tylko do sektora nieruchomości mieszkaniowych bądź biurowych nie cieszy się popularnością ze względu na małą dywersyfikację aktywów. Odpowiedzią na potrzeby inwestorów są fundusze, które w swojej strategii inwestycyjnej skupiają się na dywersyfikacji portfolio i w konsekwencji do ograniczeniu ryzyka inwestycyjnego, co odzwierciedla Rys. 1.

3. REIT ETF na tle konkurencyjnych sektorowych ETF w Stanach Zjednoczonych

Rynek funduszy ETF jest bardzo dynamicznie rozwijającym się sektorem rynku finansowego. Jednak REIT ETF są jedynie niewielką częścią całego rynku. Na Rys. 2 przedstawiono liczbę najpopularniejszych sektorowych ETF w Stanach Zjednoczonych.



Rys. 2. Liczba ETF w wybranych sektorach gospodarki w USA

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://etfdb.com/etfs/> [dostęp 19.12.2019].

⁸ Inverse ETF – Fundusz zbudowany z instrumentów pochodnych, którego głównym celem jest generowanie zysków na skutek spadku wskaźnika lub indeksu, na którym dany fundusz się wzoruje.

Największą liczbę sektorowych ETF stanowią fundusze przeprowadzające inwestycje w obszarze spółek produkujących dobra, na które popyt uznaje się za elastyczny. Zaliczają się do nich między innymi dobra luksusowe. W grudniu 2019 r. niewiele mniej funduszy ETF funkcjonowało w obszarze sektora (R0ys. 2). Inwestują one w akcje spółek zajmujących się między innymi produkcją sprzętu sieciowego, półprzewodników, czy dostarczaniem oprogramowania. Sektor przemysłowy pod względem liczby funduszy znacząco odstaje od poprzednio opisanych. Najważniejsze w kontekście niniejszego artykułu REIT ETF na rynku amerykańskim funkcjonują w ilości 57 i stanowią one czwartą najliczniejszą grupą funduszy sektorowych. Kolejne 46% dostępnych ETF-ów obejmowało 7 sektorów gospodarki i pozostałe 241 funduszy. W Tab. 1 przedstawione są wskaźniki ekonomiczne poszczególnych sektorowych funduszy ETF.

Tab. 1. Wskaźniki sektorowych funduszy ETF od października do grudnia 2019 r. (w %)

Sektor	Średnia 3-miesięczna stopa zwrotu	Średnie koszty prowadzenia funduszu	Średnia stopa dywidendy
Technologia	8,35	0,28	0,90
Finanse	7,84	0,34	2,10
Energia	-4,34	0,51	5,15
REIT	0,01	0,20	3,50
Przemysł	2,75	0,29	1,41
Sektor komercyjny	1,02	0,17	1,13
Sektor surowcowy	4,65	0,49	1,46
Sektor komunalny	1,58	0,25	2,87
Telekomunikacja	2,19	0,22	1,09
Podstawowe produkty konsumpcyjne	3,40	0,20	2,46
Opieka zdrowotna	11,84	0,29	1,14

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://etfdb.com/etfs/sector/consumer-discretionaries/> [dostęp 19.12.2019].

Średnie koszty prowadzenia funduszu ETF od października do grudnia 2019 r. wyniosły około 0,29%. Koszt prowadzenia REIT-ów wynosił około 0,2%, a jednocześnie charakteryzowały się ponadprzeciętnie wysoką średnią stopą dywidendy na poziomie 3,5%. Wynika to z konieczności wypłacenia co najmniej 90% zysku funduszu w formie dywidendy⁹. Równocześnie bardzo niska średnia stopa zwrotu w tym okresie wyniosła 0,01%. Jedynym sektorem z wynikami gorszymi od wcześniej wspomnianych jest sektor energetyczny, który wykazywał w tym

⁹ S. Antkiewicz, M. Kalinowski, *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa, 2008, s. 65–66.

okresie 4,34% straty. Dla porównania, trzy najbardziej rentowne sektory w tym okresie wygenerowały 11,84%, 8,35% oraz 7,84% zysku.

Z punktu widzenia instytucji zarządzających funduszami inwestycyjnymi, równie ważne co stopy zwrotu czy średnie koszty prowadzenia są przepływy pieniężne i wartość zarządzanych aktywów. W Tab. 2 przedstawione są wartości aktywów w poszczególnych kategoriach ETF.

Tab. 2. Wartość zarządzanych aktywów w sektorowych funduszy ETF od października do grudnia 2019 r.

Sektor	3- miesięczne przepływy pieniężne (tys. USD)	Wartość zarządzanych aktywów (tys. USD)	Średnia wartość aktywów w jednym funduszu (tys. USD)
Technologia	3 971 213	192 576 755	2 377 490
Finanse	2 667 017	53 544 941	1 049 900
Energia	1 532 912	40 579 230	737 804
REIT	1 266 564	77 000 407	1 350 884
Przemysł	817 020	29 172 611	494 451
Sektor komercyjny	212 186	27 603 260	336 625
Sektor surowcowy	210 527	40 748 669	1 101 315
Sektor komunalny	187 516	25 511 093	708 641
Telekomunikacja	-272 002	3 504 564	140 182
Podstawowe produkty konsumpcyjne	-949 387	24 642 415	880 086
Opieka zdrowotna	-1 584 365	61 476 555	6 830 728

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://etfdb.com/etfs/sector/consumer-discretionaries/> [dostęp 19.12.2019].

Wbrew porównywalnie niskiej stopie zwrotu z REIT ETF w okresie od października do grudnia 2019 r. zaobserwowano napływ kapitału do funduszu. Jednocześnie stosunkowo wysoka średnia wartość zarządzanych aktywów wskazuje na zainteresowanie inwestorów tym instrumentem finansowym. Wzrastający poziom przepływów pieniężnych w tym okresie wskazuje również na pozytywne nastawienie. Wysoka średnia stopa zwrotu ETF należących do sektora opieki zdrowotnej (Tab. 1) i znaczny spadek wartości przepływów pieniężnych (Tab. 2) wynika prawdopodobnie z realizacji zysków przez inwestorów w tym okresie co może być sygnałem ostrzegawczym przed potencjalnymi spadkami w krótkim okresie.

4. Perspektywa rozwoju polskiego REIT ETF

REIT ETF z pewnością można uznać za pełnowartościowy produkt finansowy. Aktualnie same REIT-y są w Polsce produktem stosunkowo nowym. REIT ETF dla polskiego inwestora prawdopodobnie jest wciąż produktem egzotycznym, nieznanym i trudno dostępnym. Pierwszy REIT w Polsce rozpoczął swoją działalność dopiero 13 kwietnia 2017 r.¹⁰. Dla porównania, pierwsze fundusze REIT w Stanach Zjednoczonych funkcjonowały już w latach 1960–1961¹¹. W rezultacie daje to ponad 51 lat różnicy między rynkiem polskim i amerykańskim. Sytuacja taka stawia rynek polski na niekorzystnej pozycji.

Bardziej optymistycznie wygląda dynamika rozwoju polskiego sektora funduszy ETF. Według stanu na 28 grudnia 2019 r. na GPW S.A. w Warszawie notowanych było sześć funduszy ETF¹². Trzy najstarsze: ETFDAX, ETFSP500, ETFW20L działają na warszawskiej giełdzie od 2010 oraz 2011 roku. Zarządzane są przez francuską spółkę Lyxor Asset Management będącą spółką córką banku Société Générale i naśladują indeksy WIG20, S&P500 oraz DAX. Do 2019 r. sektor ETF na polskiej giełdzie zdominowany był przez spółki zagraniczne. Jednakże kolejne trzy fundusze zarządzane przez polską spółkę AgioFunds TFI zadebiutowały w roku 2019. Wśród nich znalazły się ETF naśladujące indeks WIG20, mWIG40 oraz jeden *Inverse* ETF, grający na spadek indeksu WIG20. Rosnąca wartość obrotów dostępnych w Polsce ETF oraz fakt, że również polskie spółki angażują się w emisję jednostek funduszu tego rodzaju świadczy o dynamicznym wzroście zainteresowania takimi instrumentami finansowymi.

W Stanach Zjednoczonych pierwsze podobne fundusze funkcjonują od 1993 r. 13 lat później pojawił się pierwszy *Inverse* ETF na indeks NASDAQ i S&P500. Zgodnie z powyższym rynek ETF w Polsce rozwija się bardziej dynamicznie niż rynek Real Estate Investment Trust. W sytuacji, gdzie REIT-y znane już są polskim inwestorom, bardzo prawdopodobne, że w przyszłości w Polsce powstaną lub notowane będą fundusze REIT ETF. Jest to również nisza, którą powinny wypełnić Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych.

Podsumowanie

Zarówno REIT-y, jak i ETF są charakterystycznymi i atrakcyjnymi produktami finansowymi. Połączenie cech tych produktów tworzy synergiczną całość. W 2019 r. na rynku amerykańskim funkcjonowało szereg funduszy tego rodzaju.

¹⁰ Strona internetowa wnp.pl, <https://www.wnp.pl/budownictwo/pierwszy-polski-reit-zadebiutowal,296082.html> [dostęp: 30.12.2019].

¹¹ G. Brown, *Urstadt Biddle Properties: The History of a Reit 1969-2007*, Xlibris, 2008, s. 10.

¹² Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych, <https://www.gpw.pl/etfy> [dostęp: 30.12.2019].

Dzięki stosunkowo niskim kosztom prowadzenia funduszu, wysokiej stopie dywidendy oraz odpowiedniej dywersyfikacji fundusze te cieszą się popularnością i są czwartą grupą wśród funduszy sektorowych. Pomimo stosunkowo niskiej stopy zwrotu w ostatnich trzech miesiącach 2019 r. wartość zarządzanych aktywów przez REIT ETF wzrosła, co świadczy o pozytywnych nastrojach wśród amerykańskich inwestorów. Popularność na rynku amerykańskim nie przenosi się jednak na rynek polski. Lokalny rynek zarówno funduszy REIT, jak i *Exchange-Traded Fund* wciąż się rozwija. Jednakże w krótkim okresie, nie należy spodziewać się utworzenia polskiego *Real Estate Investment Trust* ETF.

Bibliografia

- Antkiewicz S., Kalinowski M., *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Brown G., *Urstadt Biddle Properties: The History of a Reit 1969-2007*, Xlibris, 2008.
- Nawrot W., *Exchange-Traded Funds (ETF): nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Rocznik Giełdowy 2019. Dane statystyczne za rok 2018*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2019.
- Strona internetowa etfdb.com, <https://etfdb.com/>.
- Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/etfy>.
- Strona internetowa investopedia.com, https://www.investopedia.com/terms/r/reit_etf.asp.
- Strona internetowa reit.com, <https://www.reit.com/news/reit-magazine/september-october-2014/fibras-get-their-footing>.
- Strona internetowa wnp.pl, <https://www.wnp.pl/budownictwo/pierwszy-polski-reit-zadebiutowal,296082.html>.

Streszczenie

Real Estate Investment Trust, jak i *Exchange-Traded Fund*, są produktami o zróżnicowanych cechach. Ich połączenie tworzy unikalny fundusz, jakim jest REIT ETF. Rozwiązanie takie znalazło swoich zwolenników w Stanach Zjednoczonych, co znalazło swoje odzwierciedlenie zarówno w liczbie prowadzonych funduszy, jak i wartości zarządzanego kapitału. Nie bez znaczenia pozostaje jednak fakt, że w okresie od października do grudnia 2019 r. stopa zwrotu nie była zadowalająca w porównaniu do konkurencyjnych funduszy sektorowych. Dynamiczny napływ kapitału wskazuje również na fakt ciągłego zaufania do tego rodzaju inwestycji. W przeciwieństwie do rynku amerykańskiego zarówno ETF, jak i REIT, nie są tak popularne w Polsce. Polski sektor funduszy inwestycyjnych jest nieporównywalnie młodszy i mniej rozwinięty niż w Stanach Zjednoczonych. Jednak rozwój lokalnych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych oraz ETF dają nadzieję na utworzenie tego typu produktów w przyszłości.

Słowa kluczowe: nieruchomości, fundusz inwestycyjny, ETF, REIT

REIT ETF MARKET IN THE UNITED STATES AND POLISH REIT ETF MARKET DEVELOPMENT PERSPECTIVES

Summary

Real Estate Investment Trust and Exchange Traded Fund are products with various characteristics. Their combination creates a unique fund which is REIT ETF. Such a solution found its supporters in the United States, which was reflected in both the number of funds managed and the value of managed capital. Not without significance is the fact that from October till December 2019 the rate of return was not satisfactory compared to competing sectoral funds. Unlike the US market, both ETF and REIT are not as popular in Poland. Polish investment fund sector is incomparably younger and less developed than in the United States. However, the development of local financial institutions and ETFs give hope for the creation of such products in the future.

Keywords: real estate, investment fund, ETF, REIT