

AGNIESZKA WÓJCIK

agnieszka.wojcik@poczta.umcs.lublin.pl

Nieruchomość mieszkaniowa jako instrument inwestycyjny

Residential Real Estate as an Investment Instrument

Keywords: real estate residential real estate; investment instrument; REIT

Słowa kluczowe: nieruchomości; nieruchomości mieszkaniowa; instrument inwestycyjny; REIT

Kod JEL: R3; G11; G23

Wstęp

Na gruncie prawa polskiego termin „nieruchomość” został zdefiniowany w art. 46 § 1 Kodeksu cywilnego: „Nieruchomościami są części powierzchni ziemskiej stanowiące odrębny przedmiot własności (grunty), jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności”. Art. 50 doprecyzowuje: „Za części składowe nieruchomości uważa się także prawa związane z jej własnością” [Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r.]. Nieruchomością jest więc grunt, grunt wraz z posadowionym na nim budynkiem lub budowlą albo wydzielony fragment budynku, każdorazowo wraz z prawami przypisanymi do tak zdefiniowanej nieruchomości.

O inwestycjach na rynku nieruchomości mówimy zarówno w przypadku bezpośredniego inwestowania w samą nieruchomość, jak i w przypadku inwestycji w tzw. instrumenty finansowe rynku nieruchomości, przy czym przez instrument finansowy rynku nieruchomości należy rozumieć instrument, który spełnia co najmniej jeden z dwóch warunków: jego wartość zależy od wartości nieruchomości

lub/i jego funkcjonowanie jest istotne dla rozwoju rynku nieruchomości [Jajuga, Jajuga, 2014, s. 373–374].

W opracowaniu zostanie zaprezentowany mechanizm realizacji inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe, zarówno w sposób bezpośredni, jak i z wykorzystaniem kanału instytucji pośredniczącej (REIT). Celem jest zweryfikowanie hipotezy wskazującej, że nieruchomość mieszkaniowa jest instrumentem inwestycyjnym charakteryzującym się stabilną i stosunkowo wysoką stopą zwrotu oraz stosunkowo niskim ryzykiem. Posłuży temu porównanie nieruchomości mieszkaniowej z wybranymi alternatywami inwestycyjnymi, analiza katalogu czynników ryzyka specyficznego oraz badanie zdolności nieruchomości mieszkaniowej do utrzymywania niepomniejszonej wartości rezydualnej.

1. Specyfika nieruchomości a strategia inwestycyjna

Nieruchomości są aktywami niejednorodnymi ze względu na możliwość różnicowania ich w wielu obszarach, między innymi przeznaczenia i stopnia urbanizacji. M. Bryx i R. Matkowski proponują, aby według kryterium przeznaczenia dzielić nieruchomości na mieszkaniowe, komercyjne (np. obiekty handlowo-usługowe), przemysłowe (przeznaczone dla działalności produkcyjnej), ziemskie (użytki rolne, lasy) i nieruchomości specjalne (np. obiekty wojskowe) [Bryx, Matkowski, 2001, s. 55–67]. Zbliżoną klasyfikację zaproponowali K. Jajuga i T. Jajuga, wskazując na następujące kategorie nieruchomości: mieszkaniowe, komercyjne, przemysłowe, rolne, specjalne i nieruchomości gruntowe¹ [Jajuga, Jajuga, 2014, s. 384]. Z kolei T. Ramian i J. Konowalczyk prezentują rozbudowaną klasyfikację nieruchomości, gdzie podstawowym kryterium jest stopień jej urbanizacji, a kryterium dodatkowym – przeznaczenie. Na tej podstawie wyróżniono nieruchomości zurbanizowane (nieruchomości mieszkalne i rekreacyjne; nieruchomości handlowe, biurowe, magazynowe i inne usługowe; nieruchomości przemysłowe, w tym ze złożami kopalin; nieruchomości publiczne; nieruchomości infrastrukturalne; nieruchomości specjalne) oraz nieruchomości niezurbanizowane (nieruchomości rolne, w tym z aktywami biologicznymi i wodnymi; nieruchomości leśne i ekologiczne; nieruchomości wodne; nieruchomości specjalne) [Ramian, Konowalczyk, 2009, s. 44].

Tylko nieliczne nieruchomości nie mogą być przedmiotem inwestycji. Dotyczy to nieruchomości ekologicznych (między innymi takich, jak parki narodowe, rezerwy przyrody) oraz wybranych nieruchomości specjalnych (choć nie ma ograniczeń w zakresie lokowania obiektów użyteczności publicznej w budynkach czynszowych).

Charakter nieruchomości będącej przedmiotem inwestycji jest najsilniejszą determinantą możliwej do zrealizowania przy jej wykorzystaniu strategii inwestycyjnej.

¹ Najprawdopodobniej pod tym terminem należy rozumieć grunty niezabudowane, niesklasyfikowane jako użytki rolne lub leśne.

Najczęściej wyróżnia się strategie według kryterium motywacji i celu inwestora, wskazując na: strategię użytkownika (inwestycja w nieruchomości operacyjne), strategię lokacyjną (inwestycja w nieruchomości czynszowe i kapitałowe), strategię spekulacyjną i strategię deweloperską (zakup, dodanie wartości i sprzedaż po wyższej cenie) [Śmietana, 2009, s. 55].

Strategia użytkownika i strategia deweloperska są strategiami inwestycji rzeczowych, podczas gdy strategia lokacyjna i strategia spekulacyjna służą realizacji inwestycji finansowych. Różnią się one celem inwestycyjnym i możliwymi do realizacji wariantami strategii szczegółowych. K. Śmietana wskazuje za publikacją Nowackiego z 2005 r., że celem strategii lokacyjnej (strategie szczegółowe: strategia *cash flow* oraz strategia „kup i trzymaj”) jest ochrona kapitału przed utratą wartości, a celem strategii spekulacyjnej jest zwiększenie wartości zainwestowanego kapitału (strategia szczegółowa: „szybka gotówka”) [Śmietana, 2009, s. 56]. Jeśli jednak weźmie się pod uwagę znaczny rozwój rynku nieruchomości w ostatniej dekadzie (wzrost liczby obiektów komercyjnych, wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych, także na rynku wtórnym, i wzrost ich wartości rezydualnej), to należy uznać, że obecnie strategia lokacyjna może służyć również zwiększeniu wartości zainwestowanego kapitału, a nie tylko ochronie tej wartości. Dotyczy to zwłaszcza strategii szczegółowej *cash flow*, która zakłada otrzymywanie przez inwestora regularnych wpływów z tytułu czynszu. W praktyce taka nieruchomość funkcjonuje z perspektywy inwestora jak obligacja długoterminowa: inwestor – podobnie jak w przypadku obligacji – regularnie otrzymuje wpływy z czynszu (odpowiednik kuponu w przypadku obligacji), a samą nieruchomość może sprzedać po utraceniu przez nią zdolności do generowania wpływów² (odpowiednik wykupu obligacji) lub sprzedać przed utratą tej zdolności (odpowiednik sprzedaży na rynku wtórnym w przypadku obligacji).

2. Ryzyko inwestycji w nieruchomości

Nieruchomości jako instrument inwestycyjny posiadają szereg specyficznych cech, takich jak [Bryx, Matkowski, 2001, s. 71–73, 90–91]:

- stałość rozumiana jako brak mobilności przestrzennej,
- trwałość rozumiana jako długi okres użytkowania,
- różnorodność jako czynnik istotnie ograniczający porównywalność nieruchomości,
- niepodzielność (w praktyce: ograniczona podzielność wynikająca z przepisów prawa),
- deficytowość rozumiana jako cecha zasobu rzadkiego.

² Na przykład niemodernizowane mieszkanie.

Wobec powyższego w przypadku nieruchomości wskazuje się stosunkowo rozbudowany katalog czynników ryzyka specyficznego [Bryx, Matkowski, 2001, s. 71–73, 90–91]:

- konieczność posiadania znacznego kapitału w celu otworzenia pozycji inwestycyjnej,
- długi horyzont inwestycyjny,
- wrażliwość rynku nieruchomości na koniunkturę,
- nieracjonalność zachowania kupujących i sprzedających,
- brak przejrzystej informacji o nieruchomościach,
- zachowania spekulacyjne,
- niską elastyczność popytu i podaży,
- niską jakość rozwiązań legislacyjnych,
- konieczność profesjonalnego (zawodowego) zarządzania nieruchomościami.

Część z wymienionych czynników ryzyka specyficznego straciło na istotności, a część należy ocenić jako typowe również dla innych rodzajów inwestycji. Krytyczna analiza tych czynników została zaprezentowana w tab. 1.

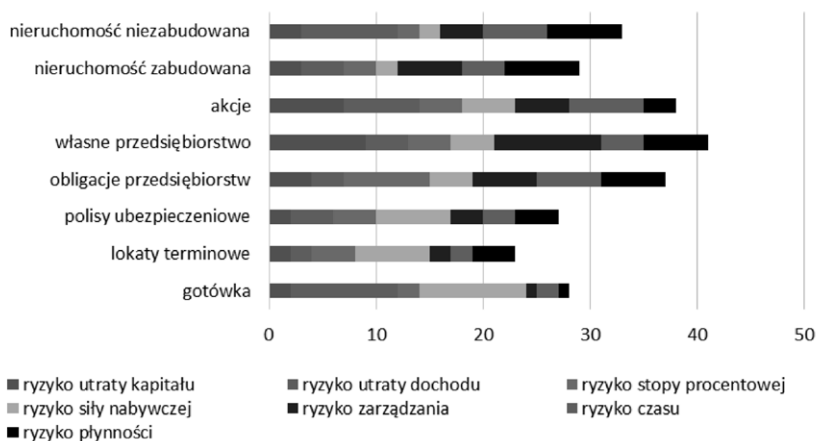
Tab. 1. Analiza krytyczna czynników ryzyka specyficznego według klasyfikacji Bryxa i Matkowskiego

| Czynnik ryzyka specyficznego | Analiza krytyczna |
|---|---|
| Konieczność posiadania znacznego kapitału | Nieruchomości nie są jedynym aktywem wymagającym jednostkowo istotnych nakładów w celu otworzenia pozycji inwestycyjnej (np. inwestycje w dzieła sztuki). Ponadto wraz z rozwojem REIT (<i>Real Estate Investments Trusts</i>) zniknęła konieczność posiadania przez inwestora środków wystarczających na samodzielny zakup całej nieruchomości. Jeśli skorzysta on z kanału REIT, wystarczy, że będzie posiadał środki niezbędne do zakupu jednego udziału/minimalnego wymaganego pakietu wejściowego. |
| Długi horyzont inwestycyjny | Nieruchomości są aktywami mało płynnymi, co często wiąże się z koniecznością przyjęcia długiego horyzontu inwestycyjnego. Można go skrócić na drodze realizacji strategii spekulacyjnej przy odpowiednim doborze nieruchomości lub dzięki wykorzystaniu kanału REIT. Nie spowoduje to jednak reklasyfikacji na ewidentnie krótki horyzont inwestycyjny. |
| Wrażliwość rynku nieruchomości na koniunkturę | Czynnik ten dotyczy wszystkich dóbr inwestycyjnych. |
| Nieracjonalność zachowania kupujących i sprzedających | Nie jest to cecha wyłącznie rynku nieruchomości, za czym przemawia rozwój takiej dziedziny, jak finanse behawioralne. |
| Brak przejrzystej informacji o nieruchomościach | Czynnik stracił istotnie na aktualności w związku z wdrożeniem bezpłatnego dostępu online do systemu ksiąg wieczystych, w tym do ich treści zupełnej. |
| Zachowania spekulacyjne | Nie jest to cecha wyłącznie rynku nieruchomości. Bańki spekulacyjne mogą objąć dowolny segment rynku, np. mania tulipanowa. |
| Niska elastyczność popytu i podaży | Dotyczy wielu obszarów inwestycyjnych, np. inwestycji w konie arabskie, co jednak nie zakłóca efektywnego funkcjonowania tak specyficznych obszarów inwestycyjnych. |
| Niska jakość rozwiązań legislacyjnych | Rozwiązania prawne podlegają regularnym modyfikacjom. Nie można jednoznacznie mówić o ich niskiej jakości wobec konsultacji ich treści z branżą i planowych rewizji rozwiązań po początkowym okresie funkcjonowania ustawy (np. ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego). |

| Czynnik ryzyka specyficznego | Analiza krytyczna |
|---|---|
| Konieczność profesjonalnego (zawodowego) zarządzania nieruchomościami | Zgodnie z art. 8 ustawy z dnia 13 czerwca 2013 r. o zmianie ustaw regulujących wykonywanie niektórych zawodów z dnia 23 sierpnia 2013 r. dokonano skutecznej deregulacji zawodu zarządcy nieruchomości. Wobec tego zniknął prawny wymóg profesjonalnego (rozumianego jako zawodowy) zarządzania nieruchomością. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bryx, Matkowski, 2001].

Pod względem czynników ryzyka niespecyficznego nieruchomości zabudowane są oceniane jako stosunkowo bezpieczny instrument inwestycyjny. Według opracowania Allena, przywołanego przez Bryxa i Matkowskiego, nieruchomość zabudowana uzyskała 29 pkt. w skali ryzyka od 0 do 70. Jest to 1 pkt więcej od gotówki i 8 pkt. mniej dla obligacji korporacyjnych (żadna z analizowanych form inwestycji nie osiągnęła więcej niż 41 pkt.). Za najbardziej ryzykowną formę uznano inwestycję rzeczową we własne przedsiębiorstwo, a za formę najbezpieczniejszą – lokatę terminową [Bryx, Matkowski, 2009, s. 91].



Rys. 1. Ryzyka dla wybranych form inwestowania w skali od 0 do 10 (skala łączna od 0 do 70)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bryx, Matkowski, 2001, s. 91].

3. Inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe

Inwestycja w nieruchomości mieszkaniowe może być realizowana w sposób bezpośredni przez inwestora (zakup samodzielny) lub pośredni przez wykorzystanie kanału instytucji umożliwiającej inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe. Najczęściej rolę takiej instytucji pełni REIT, czyli spółka, która nabywa portfel nieruchomości, a następnie organizuje proces zarządzania nimi, a właścicielom nieruchomości, będącymi jednocześnie współwłaścicielami samej spółki, przekazuje

pożytki z najmu w postaci dywidendy. Rozwiązanie to pozwala na zminimalizowanie wysiłku inwestora i zmniejszenie jego wkładu kapitałowego w inwestycję, ale jednocześnie prowadzi do obniżenia rentowności inwestycji, gdyż pojawia się w omawianym kanale pośrednik (REIT) generujący koszty funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wobec tego inwestor uzyskuje wpływ w postaci większości środków z najmu, ale nie całości tych środków [Kozieł, 2015]. Praktyka rynkowa wskazuje, że REIT transferuje do inwestorów w postaci dywidendy ok. 90% swoich zysków [Block, 2012, s. 11].

Tab. 2. Porównanie cech inwestycji w nieruchomości mieszkaniową, realizowanej samodzielnie i przez REIT

| Cecha | REIT | Realizacja na własny rachunek |
|--|---|---|
| Kapitał niezbędny do utworzenia pozycji | Wielokrotność ceny udziału w REIT | Cena nieruchomości oraz koszty prac wykończeniowych |
| Regularność wpływów | Tak, z możliwą karencją | Tak, z możliwą karencją |
| Zaangażowanie inwestora | Minimalne | Istotne |
| Ryzyko typowe dla najmu (windykacja, eksmisja) | Po stronie REIT | Po stronie inwestora |
| Oczekiwana rentowność | Niższa niż przy inwestycji realizowanej na własny rachunek | Wyższa niż dla REIT |
| Płynność inwestycji | Papier wartościowy (udział w REIT) jest bardziej płynny niż nieruchomość: w większości przypadków nie istnieją żadne ograniczenia w zakresie handlu udziałami w REIT na rynku wtórnym [Kelley, 1998, s. 28] | Niska |

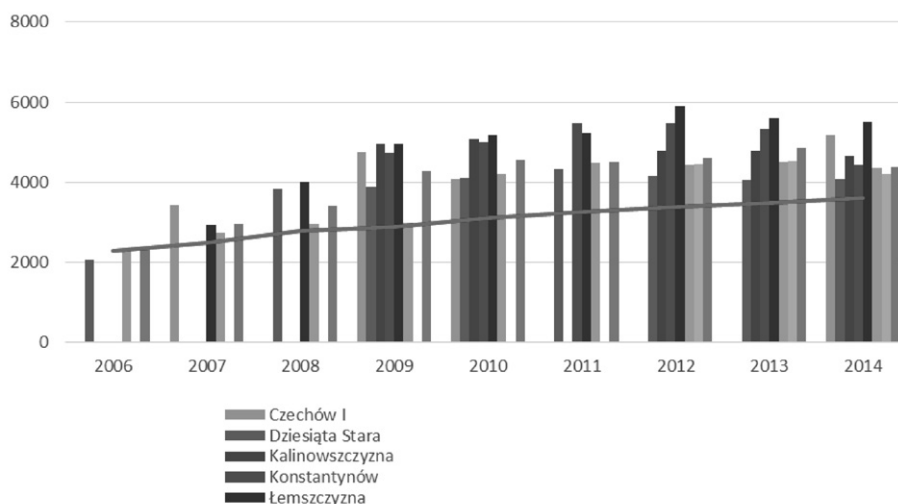
Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na niewielką aktywność REIT w Polsce, inwestorzy realizują w większości przypadków inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe w sposób bezpośredni. Oznacza to zakup na własny rachunek nieruchomości, zlecenie prac wykończeniowych, a następnie wynajęcie nieruchomości. Realizowana w sposób samodzielny inwestycja w nieruchomości mieszkaniową nie przynosi korzyści przez co najmniej kilka miesięcy³. Docelowo instrument generuje regularne przepływy dla inwestora (czynsz), które pozwalają na osiągnięcie prostej rocznej stopy zwrotu w przedziale 5–8%. Przykładowo: przeciętna cena za 1 metr kwadratowy PUM⁴ mieszkania w dzielnicy Lublina – Czechowie – wyniosła w 2015 r. 5 175,46 zł⁵.

³ Okres ten może ulegać niekiedy istotnemu wydłużeniu, gdy inwestor dokonuje zakupu (umowa przedwstępna, tzw. umowa deweloperska) na rynku pierwotnym i wybiera mieszkanie w budynku w trakcie wznoszenia. Wtedy okres uzyskania pierwszych wpływów z tytułu inwestycji wydłuża się co najmniej o okres pozostały do uzyskania pozwolenia na użytkowanie przez dewelopera, a także niekiedy o okres oczekiwania na notarialne przeniesienie własności (o ile nie następuje ono bezpośrednio po uprawomocnieniu się pozwolenia na użytkowanie).

⁴ Powierzchnia użytkowa mieszkania.

⁵ Opracowanie na podstawie bazy WALOR.



Rys. 2. Przeciętne ceny 1 metra kwadratowego na rynku pierwotnym w wybranych częściach Lublina i w całym Lublinie oraz przeciętne wynagrodzenie w województwie lubelskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Danych Lokalnych i bazy WALOR.

Z kolei przeciętny czynsz najmu mieszkania o powierzchni 25–40 metrów kwadratowych⁶ w tej dzielnicy wynosi 1200–1500 zł⁷ [Szymczyk, 2012]. Przy ekonomicznym standardzie wykończenia na poziomie 1000,00 zł do 1 metra kwadratowego daje to prostą roczną stopę zwrotu z inwestycji⁸ w przedziale 5,83–7,29%⁹.

Elementem decydującym o zdolności nieruchomości jako instrumentu do ochrony kapitału jest potencjalny wzrost jej wartości rezydualnej. Jest on wynikiem silnego trendu wzrostowego cen na rynku pierwotnym, który wpływa na ceny transakcyjne na rynku wtórnym. Ponieważ o cenie konkretnej nieruchomości na rynku wtórnym w dużej mierze decyduje jej wiek i stopień zużycia, danych tych nie można analizować w sposób zbiorczy, tak jak danych z rynku pierwotnego. W przypadku rynku pierwotnego w Lublinie w latach 2006–2014 przeciętna cena 1 metra kwadratowe-

⁶ Dalsze obliczenia dla PUM na poziomie 40 metrów kwadratowych.

⁷ Wobec niewielkiej zmienności stawek czynszu najmu można ostrożnościowo przyjąć, że posłużenie się najnowszymi dostępnymi na rynku danymi z 2012 r. w kontekście cen sprzedaży z 2015 r. nie spowoduje zawyżenia rentowności. Wynika to w znacznej mierze z faktu, że ceny z rynku pierwotnego wykazane w aktach notarialnych z 2015 r. odzwierciedlają ceny ofertowe z kilku wcześniejszych lat, kiedy mieszkania zostały wprowadzone do przedsprzedaży oraz dokonywano kalkulacji nowych projektów deweloperskich.

⁸ Praktyka rynkowa wskazuje, że analiza rentowności inwestycji w nieruchomości (również komercyjną) jest często przeprowadzana na bazie metod uproszczonych, np. prostej stopy zwrotu.

⁹ Oznacza to na kwiecień 2016 r. rentowność przeciętnej inwestycji w nieruchomości na poziomie ponad 2-krotnie wyższym niż aktualnie najwyżej oprocentowana na rynku lokata bankowa długoterminowa [Ranking lokat bankowych, 2016].

go PUM rosła z dynamiką 8,98%¹⁰, naśladując wzrost przeciętnego wynagrodzenia w województwie lubelskim (dynamika w analizowanym okresie na poziomie 5,32%¹¹). Kategorie te charakteryzują się silną korelacją (91,37%). W świetle tych danych można stwierdzić, iż wobec oczekiwanego trendu wzrostu wynagrodzeń należy oczekiwać wzrostu wartości transakcyjnej nieruchomości mieszkaniowych, również na rynku wtórnym. Oznacza to, że skuteczność nieruchomości jako instrumentu ochrony kapitału co najmniej nie powinna maleć.

Podsumowanie

Inwestycja w nieruchomość mieszkaniową jest inwestycją niejednorodną pod względem charakterystyk. O sposobie kształtowania się szeregu parametrów decyduje fakt, czy inwestor dokonuje zakupu nieruchomości na własny rachunek, czy realizuje inwestycję przez REIT. Niezależnie od przyjętej formy realizacji inwestycji należy wskazać na jej stabilną i stosunkowo wysoką rentowność na tle innych instrumentów o podobnym poziomie ryzyka specyficznego, czemu jednak towarzyszy oczekiwany długi horyzont inwestycyjny oraz niekiedy karencja otrzymywanych wpływów. Zakres oddziaływania czynników ryzyka specyficznego w obszarze nieruchomości ulega zmniejszeniu między innymi w związku ze zmianami legislacyjnymi i możliwością wykorzystania REIT jako kanału inwestycyjnego, który ogranicza np. minimalne wymogi kapitałowe do otworzenia pozycji inwestycyjnej. Jednocześnie trend wzrostowy cen nieruchomości wskazuje na zdolność tego instrumentu do ochrony kapitału. Tym samym hipoteza badawcza została zweryfikowana pozytywnie.

Bibliografia

Baza Bank Danych Lokalnych.

Baza WALOR.

Block R., *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*, John Wiley&Sons Inc., New Jersey 2012,
DOI: <http://dx.doi.org/10.1002/9781119202325>.

Bryx M., Matkowski R., *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001.

Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2014.

Kelley W., *Real Estate Investment Trusts Handbook*, American Law Institute-American Bar Association, Committee on Continuing Professional Education, Philadelphia 1998.

Kozieł H., *REIT, czyli wielka szansa dla rynku*, „Parkiet. Gazeta Giełdy” 2015, nr 5779.

Ramian T., Konowalczyk J., *Strategie inwestycyjne a nieruchomości*, [w:] *Strategie inwestycyjne na rynku nieruchomości*, red. H. Henzel, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2009.

¹⁰ Opracowanie własne na podstawie bazy WALOR.

¹¹ Opracowanie własne na podstawie bazy Bank Danych Lokalnych.

Ranking lokat bankowych, www.najlepszelokaty.pl/ranking-lokat [data dostępu: 10.04.2016].

Szymczyk M., *Raport Kuriera: ile zapłacisz za wynajem pokoju lub mieszkania w Lublinie (CENY)*, „Kurier Lubelski” 2012, nr 194.

Śmietana K., *Charakterystyka strategii inwestowania na rynku nieruchomości*, [w:] *Strategie inwestycyjne na rynku nieruchomości*, red. H. Henzel, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2009.

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny z późn. zm.

Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego.

Ustawa z dnia 13 czerwca 2013 r. o zmianie ustaw regulujących wykonywanie niektórych zawodów.

Residential Real Estate as an Investment Instrument

The idea of an article is to verify hypothesis that residential real estate is the investment instrument with characteristics as follows: stable and high return and quite low investment risk. Residential real estate is an instrument that acts like long-term bond because of its ability to generate regular in-flows from rent (direct investment) or from dividend (REIT). According to previous research (Allen) the non-specific risk of this kind of instrument is quite low, and specific risks decreased in last years, inter alia as result of legal changes. Moreover, the profitability of this instrument is higher than profitability of instruments with comparable level of non-specific risk. The residential real estate is also effective instrument of protection of capital, as its ability to create residual value increases.

Nieruchomość mieszkaniowa jako instrument inwestycyjny

Celem artykułu jest zweryfikowanie hipotezy wskazującej, że nieruchomość mieszkaniowa jest instrumentem inwestycyjnym charakteryzującym się stabilną i stosunkowo wysoką stopą zwrotu oraz stosunkowo niskim ryzykiem. W tym celu dokonano porównania nieruchomości mieszkaniowej z wybranymi alternatywami inwestycyjnymi, analizy katalogu czynników ryzyka specyficznego oraz badania zdolności nieruchomości mieszkaniowej do utrzymywania niepomniejszonej wartości rezydualnej. Zaprezentowano też mechanizm realizacji inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe, zarówno w sposób bezpośredni, jak i z wykorzystaniem kanału instytucji pośredniczącej (REIT).