

Fundusze typu *real estate investment trust* na gruncie prawa polskiego

Real estate investment trust funds under Polish law

mgr Kamila Dutkowska-Wawrzak

E-mail: kamdut@gmail.com

Streszczenie

W artykule przedstawiono podstawową problematykę organizacyjną i prawną nowego instrumentu inwestycyjnego, czyli funduszu typu Real Estate Investment Trust. Przedstawiono historię, uwarunkowania prawne oraz podłoże tego typu funduszy w Stanach Zjednoczonych, skąd się wywodzą a także w innych krajach europejskich. Obecny status prawny, który jest wciąż dyskutowany został przedstawiony na podstawie wszystkich dotychczasowych projektów ustaw. Omówiono główne założenia, którymi są zwolnienia podatkowe podmiotów inwestujących w tego typu fundusze.

Słowa kluczowe: nieruchomości, fundusz inwestycyjny, rynek nieruchomości, zwolnienia podatkowe, inwestycje pośrednie

Summary

The article defines the basic organization and legal problems which apply new investment instrument, which is a Real Estate Investment Trust. The history, legal conditions and the background of those funds, were shown on the basis on the United States funds where they have a beginning and also on basis on other European countries. The current legal status which is still discuss was indicated basis on all current bills. Main assumptions, which are the tax exemptions for entities investing in those funds, have been presented.

Key words: real estates, investment fund, real estate market, tax exemptions, indirect investments

Uwagi wstępne

Fundusze typu Real Estate Investment Trust (REIT lub odpowiednik w liczbie mnogiej — REITs) miały być swoistą rewolucją na polskim rynku nieruchomości oraz w krajowej legislacji. Zważywszy na trwające w Sejmie dynamiczne prace nad ustawą o firmach inwestujących w najem nieruchomości oraz na kontrowersje pojawiające się w związku z kolejnymi projektami oraz propozycjami zmian, problematyka ta stanowi dobry przyczynek do dyskusji nad zasadnością wprowadzenia takiego „instrumentu” inwestycyjnego do polskiego systemu prawnego, w szczególności w kontekście kontrowersji związanych z ostatnimi zmianami w przyjętej koncepcji legislacyjnej.

REITs stanowią element szerszej kategorii instrumentów inwestycyjnych, określanych zbiorczo jako fundusze nieruchomości, których celem jest gromadzenie środków pieniężnych od inwestorów indywidualnych, aby ulokować je na rynku nieruchomości lub w instrumentach finansowych z nim związanych, z uwzględnieniem długiego horyzontu czasowego inwestycji oraz ograniczenia towarzyszącego jej ryzyka (Mazurczak, 2011, s. 82).

Ze swej istoty bezpośrednie lokowanie kapitału na rynku nieruchomości wymaga zaangażowania dużych środków, w szczególności jeżeli działania inwestycyjne mają być skierowane do nieruchomości oferujących potencjalnie najwyższe stopy zwrotu z inwestycji, a więc nieruchomości biurowych, magazynowych czy centrów handlowych.

Dzięki inwestowaniu pośredniemu, a więc m.in. z wykorzystaniem funduszy nieruchomości, indywidualny inwestor może partycypować w korzyściach płynących z rynku nieruchomości, zwłaszcza nieruchomości komercyjnych, unikając jednocześnie barier towarzyszących bezpośredniemu inwestowaniu w ramach tego rynku.

Fundusze nieruchomości z jednej strony łączą więc w sobie zalety inwestowania na rynku nieruchomości z zaletami lokowania środków w papiery wartościowe, oferując inwestorom instrument inwestycyjny zapewniający korzyści takie jak relatywnie wysoką stopę zwrotu, bezpieczeństwo lokaty, wysoką płynność czy też możliwość dywersyfikacji portfela przy utrzymaniu stosunkowo niewielkich nakładów jednostkowych.

Z drugiej strony fundusze te pozwalają na zniwelowanie wielu wad nieruchomości jako przedmiotu inwestycji,

wśród których można wskazać na niewielką płynność tych aktywów, ich niepodzielność oraz wysoki próg wejścia w taką inwestycję, co w zasadzie skutkuje ograniczeniem kręgu potencjalnych inwestorów do podmiotów dysponujących dużym kapitałem, a więc najczęściej do inwestorów instytucjonalnych.

Powyższe okoliczności zdecydowały o stopniowym upowszechnieniu REIT jako wehikułu inwestycyjnego, z wykorzystaniem którego inwestor indywidualny mógł uzyskać korzystny stosunek stopy zwrotu z inwestycji do ryzyka inwestycyjnego. Co istotne, instrument ten z zasady wykorzystywany jest do inwestowania w nieruchomości komercyjne, gdyż to tam najpełniej wykorzystany może być jego potencjał. W stosunku do rynku nieruchomości mieszkalnych jego znaczenie pozostaje natomiast znikome. Na tym rynku nie występują bowiem z taką intensywnością wspomniane powyżej bariery wejścia, a w konsekwencji rynek ten pozostaje w zasięgu indywidualnych inwestorów (można by nawet rzec, że w polskich realiach jest przez nich zdominowany).

Przechodząc do konkretnych rozwiązań, w pierwszej kolejności wskazać należy, że rozwój światowych rynków nieruchomości, pomimo postępującej globalizacji, był i jest bardzo zróżnicowany. W zasadzie wprowadzenie funduszy typu REIT w danym państwie w każdym przypadku uzależnione było od nadania tym wehikulom ram instytucjonalnych. Powyższe nie oznacza oczywiście, że przyjęcie dedykowanych rozwiązań legislacyjnych warunkuje stworzenie instrumentu o cechach właściwych dla REIT, tym niemniej okoliczność ta zazwyczaj pozostaje w ścisłej korelacji z rozwojem tego typu instrumentu inwestycyjnego w danym państwie. Niewątpliwie wiąże się to z wprowadzeniem pewnych systemowych rozwiązań nakierowanych na zapewnienie inwestorom większego bezpieczeństwa lokowanych środków, jak również (a może przede wszystkim) ze stworzeniem określonego systemu zachęt podatkowych, które sprawiają, że ten instrument jawi się dla inwestorów jako szczególnie atrakcyjny.

Real Estate Investment Trust w USA

Pierwowzorem funduszy typu Real Estate Investment Trust były rozwiązania wprowadzone w Stanach Zjednoczonych. Przed ich wprowadzeniem rynek nieruchomości komercyjnych w USA opanowany był przez bardzo zamożnych inwestorów bądź inwestorów instytucjonalnych. Podpisanie REIT Act 1960 przez prezydenta Dwighta D. Eisenhowera było przełomowe dla sektora nieruchomości, gdyż uczyniło inwestycje w nieruchomości komercyjne bardziej przystępnymi. Wprowadzona w życie ustawa stawiała sobie za cel zrównanie opodatkowania REITs z funduszami inwestycyjnymi, otwarcie rynku nieruchomości komercyjnych na mniejszych inwestorów oraz pozbanienie monopolu dużych funduszy. Zgodnie z REIT Act

1960 REITs musiały też spełniać wiele wymogów, aby mogły korzystać z uprzywilejowanego opodatkowania (Mazurczak, 2011, s. 106):

1) minimum 90% dochodów brutto spółki musiało być wypłacane udziałowcom w formie dywidendy;

2) musiały posiadać minimum 100 udziałowców, przy czym 5 z nich mogło posiadać nie więcej niż 50% wszystkich udziałów;

3) działalność REIT powinna być ograniczona do działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości;

4) minimum 75% dochodów powinno być uzyskiwane z najmu nieruchomości bądź sprzedaży nieruchomości;

5) minimum 75% aktywów powinno być w formie nieruchomości, kredytów hipotecznych czy też w gotówce.

Po umiarkowanym rozwoju REITs, spowodowanym boomem inwestycyjnym oraz budowlanym, nastąpił kryzys gospodarczy, który doprowadził do modyfikacji zasad funkcjonowania tych podmiotów. W 1976 r. Kongres uchwalił Tax Reform Act, podpisany przez Prezydenta USA Geralda Forda. Była to pierwsza znacząca ustawa podatkowa wpływająca na REITs, która wprowadzała liberalizację przepisów, co z kolei było bodźcem do ich rozwoju. Zmiany te dotyczyły między innymi formy, w jakiej funkcjonują REITs — od tej pory mogły być zakładane nie tylko jako fundusze, lecz także jako spółki kapitałowe. Powyższe zmiany jednak nie były na tyle atrakcyjne, aby spowodować znaczący rozwój REITs, co było przyczyną kolejnej nowelizacji, a zarazem ponownej liberalizacji REIT Act 1960, która nastąpiła w 1986 r., za czasów prezydentury Ronalda Reagana. Jedną z bardziej znaczących zmian było dopuszczenie samych REITs do zarządzania swoimi nieruchomościami. Zwolniono je także z wymogu posiadania minimalnej liczby udziałowców, przy jednoczesnym utrzymaniu ograniczenia w zakresie maksymalnego odsetka udziałów, który mógł być w posiadaniu niewielkiej grupy z nich (Mazurczak, 2011, s. 110).

Dopiero w latach 90. REITs zaczęły pełnić funkcję jedynych z wiodących graczy na rynku inwestycji w nieruchomości. Ich kapitalizacja wzrosła z 8,737 mld USD (1990 r.) do 140,533 mld USD (1997 r.) (Kucharska-Stasiak, 2004, s. 153). W kolejnych latach wprowadzono liczne nowelizacje ustawy oraz nowe rozwiązania prawne, które spowodowały dynamiczny rozwój REITs. Ułatwiono funduszom emerytalnym inwestowanie w REIT poprzez przyjęcie zasady, iż w przypadku, gdy fundusz emerytalny ma ponad 500 uczestników i jednocześnie nie posiada więcej niż 75% akcji funduszu REIT, wtedy akcjonariusze funduszu emerytalnego będą uznawani za indywidualnych akcjonariuszy REIT. Zasada ta została nazwana transparentnością akcjonariatu.

W kolejnych latach zasady funkcjonowania REITs modyfikowane były w drodze dalszych nowelizacji, nie miały one już jednak wpływu na tę konstrukcję prawną.

Obecna definicja amerykańskiego REIT, wykształcona przez wiele zmian legislacyjnych, sformułowana przez Związek Trustów Nieruchomościowych — National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT), który

został utworzony w 1961 r., definiuje REIT, jako „spółkę będącą właścicielem nieruchomości, zarządzającą nieruchomością oraz finansującą nieruchomość, która w oparciu o fundusze inwestycyjne, historycznie zapewniły inwestorom wszelkiego rodzaju regularne strumienie dochodu, dywersyfikację i długoterminowy wzrost wartości kapitału” (<https://www.reit.com/what-reit/reit-basics>, 13.11.2018). Rozwiązania prawne stworzone w USA wykreowały podstawę do wprowadzenia wehikułów inwestycyjnych typu REIT w Europie.

REIT w Europie

W Unii Europejskiej instytucje prawne dotyczące obrotu nieruchomościami, a w szczególności odnoszące się do tej formy inwestowania w nieruchomości, nie zostały ujednolicone i w każdym państwie członkowskim, w którym zostały wprowadzone, podlegają odrębnym regulacjom (Kucharska-Stasiak, 2004, s. 127).

Drugim na świecie oraz pierwszym w Europie krajem, który wprowadził rozwiązania podobne do amerykańskich, była Holandia. W 1969 r. wdrożyła ona *Fiscale Beleggingsinstelling* (FBI). Fundusze te były uprzywilejowane podatkowo — wysokość podatku dochodowego od osób prawnych została ustalona na poziomie 0%, co oznaczało całkowite zwolnienie podatkowe. FBI miały także obowiązek wypłaty całego dochodu akcjonariuszom. Obecny kształt i funkcjonowanie holenderskich REITs są zgoła inne niż amerykańskich. Przede wszystkim nie muszą one być notowane na giełdzie papierów wartościowych, niemniej jednak powinny wypłacać cały dochód inwestorom. Forma prawna, w jakiej mogą funkcjonować, to spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna, otwarty fundusz inwestycyjny (brak wymogu kapitałowego) lub zagraniczna osoba prawna (powinna podlegać holenderskiemu prawu podatkowemu) (Trzebiński, 2013, s. 213).

FBI mogą zarządzać swoją nieruchomością tylko w przypadku, gdy działają w formie spółek. Jedną z głównych cech holenderskiego FBI jest także ograniczenie do pasywnego inwestowania w kraju i za granicą. Mogą one jednak rozbudowywać nieruchomości (poprzez spółki zależne, które nie są objęte ulgami podatkowymi), natomiast ich działalność deweloperska jest wykluczona.

Kolejnymi krajami, które zdecydowały się wprowadzić do swojego porządku prawnego regulacje dotyczące REITs, były Belgia (1995) oraz Turcja (1995). W kolejnych latach konstrukcję REITs wdrażały również następne kraje, m.in. Grecja (1999), Francja (2003) oraz stosunkowo późno Wielka Brytania (2007) i Niemcy (2007). Patrząc jednak na ich rozwój ilościowy, najwięcej jest ich obecnie w Wielkiej Brytanii oraz Francji.

REITs w Wielkiej Brytanii zostały wprowadzone ustawą *The Finance Act 2006*, jednak ich działalność podlega również reżimowi przepisów podatkowych *The Corporation Tax Act 2010*. Zgodnie z tamtejszym prawem podmiot, któ-

ry chce działać jako UK-REIT, musi spełniać liczne przesłanki (Mizerski, 2016, s. 232) między innymi:

- 1) spółka matka (parent company) musi być rezydentem Wielkiej Brytanii, w rozumieniu przepisów podatkowych;
- 2) nie powinien funkcjonować w formie otwartego funduszu inwestycyjnego;
- 3) powinien emitować akcje notowane na giełdzie;
- 4) nie jest podmiotem typu zamkniętego (z wyłączeniem jego pierwszych trzech lat) — za taki uznaje się podmiot, który jest kontrolowany przez pięciu lub mniej akcjonariuszy.

Brytyjski REIT musi być właścicielem minimum trzech nieruchomości, przy czym wartość żadnej z nich nie może przekroczyć 40% aktywów ogółem. W przeciwieństwie do REITs holenderskich może prowadzić działalność deweloperską, z ograniczeniem 3 lat przy zakończeniu danej budowy oraz z zakazem sprzedaży takiej nieruchomości przez pierwsze 3 lata (liczone od momentu oddania do użytkowania). UK-REIT może działać także w formie spółek zależnych, a one mogą być rezydentami innych niż Wielka Brytania krajów. Zwolnienie podatkowe UK REIT znajduje zastosowanie, gdy minimum 75% aktywów stanowią nieruchomości oddane w najem (mieszkalne i komercyjne) oraz minimum 75% przychodów pochodzi z wynajmu nieruchomości.

Nieco odmiennie uregulowane są REITs we Francji, czyli *sociétés d'investissements immobiliers cotées* (SIIC). Ustawa przewiduje zwolnienia podatkowe dla spółek inwestujących w nieruchomości, notowanych na giełdzie. Forma prawna takich SIIC to spółka akcyjna lub komandytowo-akcyjna (minimalny kapitał zakładowy tych spółek to 15 mln euro dla spółek dominujących). Ustawodawca natomiast nie wymaga, by spółka dominująca działała w reżimie francuskiego prawa, jednak spółka zależna musi podlegać pod tamtejsze opodatkowanie. Podobnie jak w innych reżimach prawnych francuskie SIIC mogą nabywać, a także budować nieruchomości, aby potem je wynajmować. Uprzywilejowanie podatkowe francuskich REITs uzależnione jest od wypłacania przez nie minimum 95% zysków zwolnionych z podatku. Konieczne jest także wypłacanie przez nie dywidendy przed końcem każdego roku podatkowego (za rok poprzedni), dywidendy zaś, które pochodzą ze spółek zależnych SIIC, muszą być wypłacane w pełnej wysokości (Mizerski, 2016, s. 240).

W tym samym roku co Wielka Brytania regulację dotyczącą REITs postanowili wprowadzić Niemcy (*G-REIT*). Pozwala ona na funkcjonowanie REITs w formie spółki akcyjnej, notowanej na giełdzie papierów wartościowych (podobnie jak w przypadku SIIC wymagalny kapitał zakładowy to 15 mln euro). Ich rozwój od momentu wprowadzenia nie był jednak tak szybki jak między innymi w Wielkiej Brytanii i przez pierwsze 3 lata od wprowadzenia ram prawnych istniały tylko trzy fundusze typu REIT. Spółka, która chce uzyskać status REIT, musi spełnić wiele wymogów (Mazurczak, 2011, s. 175), m.in.:

- 1) główna siedziba spółki oraz jej zarządu musi znajdować się w Niemczech;

2) jeden akcjonariusz może posiadać maksymalnie 10% udziału w kapitale G-REIT;

3) niemieckie REIT muszą posiadać minimum 75% aktywów na rynku nieruchomości, 75% przychodów brutto osiągać z ich wynajmu oraz są zobligowane do wypłacania 90% przychodów.

Jeżeli spełnią te kryteria, wtedy podlegają zwolnieniom podatkowym, ale tylko na poziomie spółki, opodatkowanie zaś występuje na poziomie inwestora. Niemieckie REITs inwestują głównie w nieruchomości komercyjne, nie mogą inwestować w hotele czy nieruchomości mieszkalne wybudowane przed 1.01.2007 r. Jeżeli chcą inwestować w nieruchomości mieszkalną, mogą to zrobić tylko w przypadku, gdy część mieszkalna przekracza 50% i została wybudowana po 1.01.2007 r.

Podsumowując, REITs w Stanach Zjednoczonych i Europie mają ten sam wymóg, którym jest wypłata zysku, z tym jednak zastrzeżeniem, iż tylko holenderskie mają obowiązek wypłaty całości wypracowanych środków. Europejskie REITs nie są tak wyspecjalizowane jak amerykańskie, które koncentrują się zazwyczaj na inwestowaniu w jeden konkretny rodzaj nieruchomości, np. tylko w hotele czy mieszkania. REITs w Europie podlegają także krajowym reżimom prawnym, a co za tym idzie — różnym ograniczeniom, które w ogólnym rozrachunku mają wpływ na ich rozwój i wielkość. Obecnie na rynku europejskim najlepsze wyniki osiągają REITs holenderskie.

Podstawowe cechy funduszy/spółek typu REIT

Powyższe przykłady jednoznacznie potwierdzają, że — pomimo braku harmonizacji ustawodawstwa na poziomie ponadpaństwowym — przyjmowane w poszczególnych krajach rozwiązania legislacyjne są zasadniczo zgodne, natomiast ewentualne różnice ujawniają się głównie przy formułowaniu szczegółowych wymagań względem takich funduszy, od spełnienia których uzależniony jest nie tylko ich status, lecz przede wszystkim możliwość skorzystania z preferencji podatkowych.

Można wskazać na następujące kluczowe cechy funduszy/spółek typu REIT:

1) ściśle określona forma prawna prowadzenia działalności — najczęściej jest to forma funduszu inwestycyjnego lub spółki akcyjnej;

2) akcje lub inne tytuły uczestnictwa w REIT powinny znajdować się w obrocie publicznym;

3) ściśle określony przedmiot działalności, którą jest działalność inwestycyjna na rynku nieruchomości;

4) z warunkiem działania na rynku nieruchomości powiązane są zazwyczaj wymogi, aby określona część uzyskiwanych przychodów stanowiła przychody z wynajmu lub sprzedaży nieruchomości oraz aby określona część aktywów obejmowała nieruchomości;

5) posiadają ściśle określoną politykę wypłacania wy-

pracowanego zysku, uregulowaną najczęściej jako zobowiązanie do corocznej wypłaty dywidendy w określonej wysokości.

REIT w prawie polskim

Polski rząd również dostrzegł potencjał w spółkach REIT, w związku z czym podjął prace legislacyjne zmierzające do stworzenia prawnych ram dla funkcjonowania tych funduszy. Prace legislacyjne zaowocowały przygotowaniem dwóch rządowych projektów ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości — odpowiednio z 12.10.2016 r. (Projekt u.s.r.w.n., 2016) oraz z 19.05.2017 r. (Projekt u.s.r.w.n., 2017). Stanowiły one pierwszą próbę wprowadzenia do porządku prawnego wehikułów inwestycyjnych o cechach REIT.

W założeniu autorów projekt stanowił odpowiedź na negatywne zjawisko istniejące na krajowym rynku wynajmu nieruchomości komercyjnych, którym jest okoliczność zdominowania tego rynku przez podmioty zagraniczne, często korzystające z preferencji podatkowych przyznanych przez prawodawstwo krajów ich siedziby. W tym kontekście projektowana ustawa miała na celu osłabienie tego trendu poprzez zwiększenie zaangażowania na tym rynku rodzimego kapitału, a w szczególności inwestorów indywidualnych. Dodatkowym walorem miało być również wsparcie rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a to w związku z wprowadzeniem wymogu dopuszczenia akcji spółki rynku wynajmu nieruchomości do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Projekt ten poddany został uzgodnieniom, opiniowaniu i konsultacjom, finalnie jednak nigdy nie został skierowany do prac w Sejmie.

Założeniem polskiego ustawodawcy było stworzenie alternatywy dla zamkniętych funduszy inwestycyjnych, uatrakcyjnienie inwestowania na rynku nieruchomości, a także zwiększenie zaangażowania rodzimego kapitału w inwestycjach w nieruchomości na tym rynku, który dotychczas opanowany był przez zagraniczne fundusze. Zgodnie z projektem ustawy z maja 2017 r., aby uzyskać i utrzymać status REIT oraz skorzystać z preferencyjnych warunków opodatkowania, spółka musiała spełnić wiele wymogów, m.in.:

1) powinna zostać urządzona w formie spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej (wiąże się to z wymogiem posiadania statusu spółki publicznej);

2) jej akcje powinny być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym;

3) minimalny kapitał zakładowy powinien wynosić 60 mln zł;

4) musi być zarejestrowana na terytorium RP;

5) nie mniej niż 90% zysku wynikającego z rocznego sprawozdania finansowego powinno być wypłacane akcjonariuszom w formie dywidend lub przeznaczone na nabycie innych nieruchomości lub ich części;

6) udział nieruchomości, udziałów lub akcji kwalifikowanych spółek zależnych od REIT i akcji innych REIT w wartości bilansowej aktywów REIT powinien wynosić minimum 70%;

7) udział przychodów z najmu nieruchomości lub ich części bądź z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części w przychodach netto REIT powinien wynosić co najmniej 80%;

8) wartość bilansowa zobowiązań nie powinna przekraczać 70% wartości bilansowej aktywów;

9) spółka powinna uzyskiwać przychody z najmu minimum trzech nieruchomości.

Projekt ten zakładał również jedno istotne ograniczenie, a mianowicie wyłączał możliwość inwestowania w nieruchomości mieszkaniowe. Stanowiło to niewątpliwie wyraz zasadniczego celu, jaki projekt ten miał realizować, którym było zwiększenie zaangażowania krajowych inwestorów indywidualnych w rodzimy rynek komercyjnych nieruchomości na wynajem. Co ciekawe, projekt ten nie zawierał natomiast postanowień, które w jakikolwiek sposób gwarantowałyby utrzymanie rozproszonego akcjonariatu takiej spółki. W konsekwencji tworzony wehikuł mógł być faktycznie wykorzystywany również przez dużych rynkowych graczy, co w dalszej perspektywie mogło prowadzić do utrzymania dotychczasowego status quo na tym rynku.

Projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości był bardzo szeroko komentowany zarówno przez środowiska biznesowe, jak i prawnicze. Pomimo pierwotnie ciepłego przyjęcia, ostatecznie zarzucono mu liczne niedociągnięcia, które zadecydowały o tym, że projekt ten nigdy nie został złożony w Sejmie. Kluczowe w tym zakresie okazały się uwagi przedstawione przez Prezesa Narodowego Banku Polskiego w piśmie z 22.06.2017 r. (Prezes NBP, 2017). Opiniowany projekt pod względem rozwiązań prawnych oraz fiskalnych oceniony został co do zasady pozytywnie, zarzucono mu jednak pominięcie kwestii koniecznej ochrony inwestora indywidualnego, nieuwzględnienie problemów stabilności sektora finansowego oraz aktualnej sytuacji w sektorze nieruchomości.

Przedstawione zarzuty w istotnej mierze oparte zostały na założeniu, że inwestowanie w nieruchomości, niezależnie od tego, czy ma charakter inwestycji bezpośrednich, czy pośrednich, jest uznawane za inwestycje wysokiego ryzyka, czyli takie, które powinny być podejmowane przez inwestorów profesjonalnych. Jako czynniki ryzyka wymuszające profesjonalizację obrotu wskazano tutaj skomplikowany charakter transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych oraz rynku finansowym, utrudniony dostęp do istotnych informacji mających wpływ na warunki takich transakcji, jak również potencjalne patologie związane z nieuczciwymi praktykami innych podmiotów, w szczególności dużych graczy działających na tym rynku. Ponadto odniesiono się również do ryzyk związanych z występowaniem cykli koniunkturalnych na ww. rynkach.

Odnosząc się do pierwszego argumentu stanowiącego o braku zapewnienia wystarczającej ochrony inwestorom indywidualnym, w pierwszej kolejności warto przypo-

mnąć, że sama idea utworzenia spółek rynku wynajmu nieruchomości oparta została na koncepcji utworzenia podmiotów o charakterze profesjonalnym, które lokować mają na rynku nieruchomości komercyjnych środki zebrane od inwestorów indywidualnych. Z samego założenia obrót nieruchomościami ma więc odbywać się wyłącznie pomiędzy podmiotami profesjonalnymi, a inwestorzy indywidualni poprzez wprowadzenie pośredniego mechanizmu inwestowania nie będą uczestniczyć w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W tym zakresie argumentacja przedstawiona przez Prezesa NBP nie tyle zmierza do wykazania pominięcia w projekcie ustawy interesu inwestorów indywidualnych, ile stanowi wyraz przekonania, że spółki rynku wynajmu nieruchomości (czy też osoby takimi spółkami zarządzające) nie będą podmiotami wystarczająco „profesjonalnymi”, aby konkurować z innymi podmiotami na rynku wynajmu nieruchomości komercyjnych oraz będą podejmowały nietrafione decyzje inwestycyjne. W tym kontekście trudno oczekiwać, aby na poziomie ustawowym wprowadzone zostały przepisy, które zagwarantują inwestorom indywidualnym poziom ochrony, o jakim mowa w zgłoszonych uwagach. Ustawodawca może np. wprowadzić określone wymogi, jakie powinny spełniać osoby odpowiedzialne za prowadzenie polityki inwestycyjnej podmiotu, co zresztą czyni w omawianym projekcie ustawy, tym niemniej w żadnym wypadku nie zniwelują one istniejącego ryzyka inwestycyjnego. Zresztą rodzajowo podobne ryzyka występują w przypadku każdej działalności prowadzonej w sposób profesjonalny, dlatego, idąc tropem wyznaczonym pismem Prezesa NBP, można w ogóle podważyć zasadność dopuszczenia inwestorów indywidualnych do udziału w rynku kapitałowym. Końcowo jedynie na marginesie można zaznaczyć, iż inwestycje na rynku nieruchomości komercyjnych rzeczywiście obarczone są określonym poziomem ryzyka, tym niemniej jego poziom w żaden sposób nie przewyższa tego, jaki występuje przy innych podobnych inwestycjach. Co więcej, nieruchomości tradycyjnie uznawane są za stosunkowo bezpieczne lokaty dla kapitału, chociażby ze względu na fakt znikomego ryzyka utraty całego zainwestowanego kapitału.

Kolejnym istotnym argumentem podniesionym przez Prezesa NBP była kwestia nieuwzględnienia przez autorów projektu bieżącej sytuacji na rynku nieruchomości oraz w sektorze finansowym i bankowym. Argumentacja ta opierała się na założeniu, że w istniejących obecnie na rynku nieruchomości komercyjnych warunkach spółki rynku wynajmu nieruchomości rozpoczną działalność i będą prowadziły inwestycje w sytuacji, gdy sam rynek będzie w fazie recesji i inni jego uczestnicy będą w fazie wycofywania zainwestowanych środków. To zaś miałyby się wiązać z ryzykiem, że dokonywane przez spółki rynku wynajmu nieruchomości akwizycje będą nietrafione. W dalszej kolejności miałyby to również negatywnie oddziaływać na sektor finansowy i bankowy w związku z ekspozycją podmiotów tego sektora na zadłużenie spółek rynku wynajmu nieruchomości. Wskazana argumentacja stanowiła więc nie tyle krytykę zaproponowanych rozwiązań legislacyjnych, ile kwestionowała w ogóle

celowość wprowadzenia wehikułu inwestycyjnego o cechach REIT w obecnych realiach gospodarczych. Zresztą zakładając słuszność przytoczonych prognoz rynkowych, trudno odmówić jej słuszności.

W uwagach Prezesa NBP wskazano ponadto na mniej istotne kwestie, które nie wymagały jakichkolwiek zabiegów legislacyjnych lub też mogłyby zostać uwzględnione bez większych przeszkód w toku dalszych prac nad ustawą. Wskazano w nich m.in., że:

1) projekt ustawy zakładał minimalny kapitał zakładowy spółki na poziomie 50 mln zł, w związku z czym w sytuacji, gdy spółka skorzystałaby z opcji maksymalnego zadłużenia, mogłaby posiadać aktywa o wartości maksymalnie 170 mln zł, co w kontekście istniejących cen na rynku nieruchomości rzekomo pozbawiałoby polskie REITs konkurencyjności na rynku wobec dużych rynkowych graczy¹;

2) projekt ustawy nie zawierał kluczowych obowiązków informacyjnych, m.in.:

– mechanizmu pozwalającego stwierdzić, iż spółka spełniła wymogi ustawowe, aby mogła uzyskać status REIT,

– obowiązku publikacji informacji, które ograniczałyby ryzyko generowane przez działalność spółki, tj. wykazu, jakie nieruchomości spółka posiada, jakie ma średnie stawki czynszu itp.,

– obowiązku informacyjnego o zobowiązaniach spółki, które są kluczowe dla oceny sytuacji finansowej spółki;

3) pominięto jeden z kluczowych aspektów, czyli pełen dostęp do informacji, jakie spółka posiada aktywa oraz pasywa;

4) wskazano na ryzyko zbyt małej dywersyfikacji portfela nieruchomości, jakie może posiadać REIT, podkreślając, iż wymóg uzyskiwania przychodów przez spółkę z minimum trzech nieruchomości może być w praktyce zrealizowany poprzez zakup jednej nieruchomości będącej źródłem całości przychodów oraz dwóch służących jedynie wypełnieniu ustawowych wymogów.

Wskazane uwagi do projektu ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, a także kolejne konsultacje społeczne spowodowały diametralną zmianę lansowanej przez

rząd koncepcji wehikułu inwestycyjnego. Wyrazem tej zmiany było przygotowanie nowego, datowanego na 14.09.2018 r., projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (Projekt u.f.i.n., 2018). Postanowienia w nim zawarte zasadniczo powielały rozwiązania zaproponowane w poprzednich, z uzupełnieniem o kilka propozycji wynikających z uwag zgłoszonych w trakcie wcześniejszego procesu legislacyjnego. Wprowadzono m.in. obowiązek okresowego publikowania szczegółowych danych związanych z prowadzoną działalnością czy też przewidziano nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad działalnością tych podmiotów, jednak tylko w zakresie wypełnienia przez firmę inwestującą w najem nieruchomości warunków koniecznych do uzyskania statusu REIT, a także spełniania odpowiednich wymogów przez członków zarządu lub rady nadzorczej.

Co jednak istotne, w nowym projekcie całkowitej zmianie uległy postanowienia określające, jakie nieruchomości mogą być przedmiotem inwestycji takich spółek. O ile wcześniejsze projekty dotyczyły inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych, z wyłączeniem nieruchomości mieszkalnych, o tyle w projekcie z 14.09.2018 r. inwestycje firm inwestujących w najem nieruchomości ograniczone zostały wyłącznie do nieruchomości mieszkalnych. Pomimo więc przyjęcia podobnych rozwiązań prawnych — nowy projekt stanowi całkowite przeciwieństwo dotychczasowych rozwiązań i w zasadzie nie realizuje żadnych celów, które pierwotnie wskazywano jako uzasadnienie wprowadzenia wehikułów inwestycyjnych typu REIT w krajowym porządku prawnym. Wiąże się to z faktem, że na rynku nieruchomości mieszkaniowych na wynajem w żadnym wypadku nie dominują inwestorzy instytucjonalni, a tym bardziej podmioty z kapitałem zagranicznym.

W tym kontekście ustawa o firmach inwestujących w najem nieruchomości, mimo iż wprowadza rozwiązania typowe dla wehikułów inwestycyjnych typu REIT, pozostanie jedynie początkiem do ich dalszego rozwoju, szczególnie biorąc pod uwagę ich konstrukcję i przeznaczenie zarówno w Europie, jak i w USA.

¹ Należy przyjąć, że argumentacja ta, mimo iż częściowo słuszna, to w żaden sposób nie może wpływać na ocenę projektu, skoro wyznaczona w nim wysokość kapitału zakładowego spółki ma charakter minimalny i nic nie stoi na przeszkodzie posiadania przez te spółki większego kapitału zakładowego.

Bibliografia

- Kucharska-Stasiak, E. (red.). (2004). *Zachodnie rynki nieruchomości*. Warszawa: Twigger.
- Mazurczak, A. (2011). Real Estate Investment Trust jako nowy instrument finansowania polskiego rynku nieruchomości. W: A. Nalepka (red.), *Inwestycje i nieruchomości: wyzwania XXI wieku* (s. 82). Kraków: Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Mizerski, G. (2016). *Real Estate Investments Trust (REITs). Efektywne inwestowanie na rynku nieruchomości*. Warszawa: CeDeWu.
- Prezes NBP. (2017). Pismo z 22.06.2017 r., DP-II-EW-024-590/2016, <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12290954/12384356/12384359/dokument296565.pdf> (13.11.2018).
- Projekt u.f.i.n. (2018). Projekt ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości z 14.09.2018 r., <http://orka.sejm.gov.pl/Druki-8ka.nsf/0/AB1207DB76DD5300C12583130060C1BE/%24File/2855.pdf> (13.11.2018).

- Projekt u.s.r.w.n. (2016). Projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości z 12.10.2016 r., <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs/2/12290954/12384344/12384345/dokument249659.pdf> (13.11.2018).
- Projekt u.s.r.w.n. (2017). Projekt ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości z 19.05.2017 r., <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs/2/12290954/12384344/12384345/dokument290610.pdf> (13.11.2018).
- Trzebiński, A. A. (2013). Wpływ czynników prawno-podatkowych na funkcjonowanie funduszy typu REITs w krajach europejskich. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, LXXV(1), 213–231.

Źródła internetowe

<https://www.reit.com/what-reit/reit-basics> (13.11.2018)

PWE POLECA



Monografia składa się z pięciu rozdziałów. Pierwszy poświęcono przedsięwzięciu biznesowemu. Przeprowadzony przegląd literatury stanowił podstawę do wykazania luki poznawczej w dopełnieniu pojęcia przedsięwzięcia biznesowego, którą wypełnia zaproponowany konstrukt architektury biznesu. W drugim rozdziale przeprowadzono rozważania nad modelem biznesu, strategią i systemem zarządzania jako komponentami architektury biznesu. Trzeci rozdział poświęcono pojęciu efektywności organizacyjnej. Przeprowadzona dyskusja nad definiowaniem pojęcia efektywności z perspektywy nauk o zarządzaniu pozwoliła na zaproponowanie konstruktu efektywności organizacyjnej, na którą składają się: efektywność społeczna, zarządcza oraz rynkowa. W czwartym rozdziale przedstawiono etapy przeprowadzonego postępowania badawczego, a także opisano metodologię, ograniczenia badawcze oraz zakres przeprowadzonych badań. W rozdziale tym zaprezentowano również zaproponowane etapy rozwoju architektury biznesu. Rozdział piąty zawiera omówienie wyników przeprowadzonego badania. W części tej sformułowano także wnioski odnoszące się do relacji między architekturą biznesu a efektywnością organizacyjną badanych przedsiębiorstw.

www.pwe.com.pl