

Co REIT-y zmieniają na polskim rynku nieruchomości komercyjnych

Streszczenie raportu EY

Kwiecień 2017



EY

Building a better
working world



ALLEN ST
RED CAR SHOW

Spis treści

1		Czym są REIT-y	2
2		REIT-y na świecie	3
3		Polski projekt Ustawy	5
4		REIT, czyli podmiot wspólnego inwestowania na rynku nieruchomości	6
5		Polska największym rynkiem nieruchomości komercyjnych w Europie Środkowo-Wschodniej	9
6		Projekt Ustawy o REIT - rekomendacje EY	11
7		Wpływ REIT-ów na polską gospodarkę	14
8		Komentarz	16
9		Kontakt	17



Czym są REIT-y

REIT (ang. Real Estate Investment Trust) to spółki specjalnego przeznaczenia lub fundusze inwestycyjne powołane do inwestowania na rynku nieruchomości komercyjnych na wynajem. Działają one w oparciu o szczególne regulacje i korzystają z przyznanych przez dane państwo preferencji podatkowych. Nadrzędnym celem funkcjonowania spółek typu REIT jest umożliwienie inwestorom, przede wszystkim indywidualnym, inwestowanie na rynku nieruchomości komercyjnych.

Dywidendy i preferencje podatkowe

Jedną z zachęt dla inwestorów indywidualnych jest akceptowany prawie we wszystkich krajach obowiązek corocznej wypłaty dywidendy, zazwyczaj na poziomie ok. 80-85% łącznego zysku wypracowanego w danym roku przez REIT i jego podmioty zależne.

Istotną cechą wyróżniającą REIT wśród innych rozwiązań, jest możliwość korzystania przez takie podmioty z preferencji podatkowych, zazwyczaj ze szczególnego zwolnienia z CIT, związanego z prowadzeniem działalności w zakresie wynajmu nieruchomości oraz posiadaniem udziałów w spółkach zależnych prowadzących taką działalność.

W podmiotach tego typu podatek pobierany jest wyłącznie od wypłat na rzecz inwestorów - wspólników REIT z tytułu przekazywanej im dywidendy. Taka konstrukcja pozwala na wyeliminowanie podwójnego opodatkowania dochodów podatkiem CIT na poziomie REIT-u oraz podatkiem PIT/CIT na poziomie wspólników. Przekłada się to wprost na wyższą kwotę dywidendy wypłacanej inwestorom.

Również dla małych inwestorów

Podmioty typu REIT są atrakcyjne inwestycyjnie także dla drobnych, indywidualnych inwestorów. Bezpieczeństwo inwestowania ma zapewniać,

stawiany przez wiele państw, wymóg notowania REIT na rynku regulowanym, czyli giełdowym. Jak pokazały doświadczenia innych krajów, wpłynęło to bardzo pozytywnie na rozwój sektora nieruchomości komercyjnych, przede wszystkim poprzez napływ środków od inwestorów indywidualnych, którzy nie mieli dotychczas dogodnego modelu inwestycyjnego na tym rynku.

Holandia jako pierwsza

W Europie, jako pierwsza, instytucję REIT wprowadziła w 1969 roku Holandia. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów (MF), istnienie spółek typu REIT jest uregulowane obecnie w 16 państwach Unii Europejskiej, w tym także sąsiadujących z Polską - w Niemczech, na Litwie oraz w Czechach.

W Polsce także zaczęto dostrzegać potrzebę wprowadzenia regulacji dotyczącej spółek typu REIT. Utworzenie takich podmiotów przyczyniłoby się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego oraz branży nieruchomości komercyjnych na wynajem, w szczególności poprzez aktywizację polskiego kapitału - zwłaszcza posiadanego przez inwestorów indywidualnych.



REIT-y na świecie

REIT-y funkcjonują w 36 krajach na świecie. Wartość globalnego rynku REIT według kapitalizacji rynkowej wynosi około 1,7 bln USD, z czego 66% przypada na spółki amerykańskie.

Model REIT w Europie został zaadaptowany przez większość państw stosunkowo późno, przeważnie w ciągu ostatnich 15 lat. Uchwalenie tego typu regulacji wpłynęło pozytywnie na rozwój rynków nieruchomości komercyjnych w krajach, które zdecydowały się je wprowadzić.

Państwo	Rok wprowadzenia regulacji REIT	Liczba podmiotów typu REIT	Kapitalizacja rynkowa sektora REIT (mln EUR)
Holandia	1969	5	29 124
Belgia	1995	17	11 027
Turcja	1995	40	6 763
Grecja	1999	4	1 817
Francja	2003	33	49 357
Bulgaria	2004	53	865
Niemcy	2007	4	2 792
Wielka Brytania	2007	36	56 585
Włochy	2007	3	2 172
Finlandia	2009	1	75
Hiszpania	2009	5	7 809
Irlandia	2013	3	2 416

Źródło: opracowanie EY na podstawie danych European Public Real Estate Association z czerwca 2016

Wymogi dla działania jako REIT

W większości ustawodawstw firmy typu REIT działają w podobny sposób, zazwyczaj jako spółki akcyjne, których akcje notowane są na rynku regulowanym. Podmioty te muszą charakteryzować się wysoką kapitalizacją i płynnością obrotu akcjami zgodnie z krajowymi regulacjami obrotu giełdowego. Podstawowa działalność spółek typu REIT dotyczy uzyskiwania przychodów z najmu nieruchomości definiowanych szeroko, bez ograniczeń do nieruchomości wykorzystywanych na określone cele, np. mieszkaniowe lub ich sprzedaży. Głównym

obowiązkiem podmiotów typu REIT jest coroczna wypłata dywidendy na rzecz inwestorów.

Sukces ekonomiczny dla państwa

We Francji, Irlandii i Hiszpanii przyjęcie regulacji REIT, opartych co do zasady na powyższym modelu funkcjonowania podmiotów tego typu, przełożyło się na sukces ekonomiczny REIT w tych państwach, rozwój rynku nieruchomości komercyjnych oraz wzrost udziału kapitału krajowego w rynku transakcyjnym. Z tego względu przyszła polska



regulacja REIT powinna nawiązywać do sprawdzonych rozwiązań przyjętych w tych państwach.

W przypadku Niemiec i tamtejszej regulacji REIT, formalnie nie różni się ona istotnie od regulacji przyjętych w pozostałych trzech państwach. Rozwiązania przyjęte w Niemczech są podobne do rozwiązań przyjętych w krajach, gdzie spółki typu REIT okazały się być dużym sukcesem.

Przykład Niemiec

Mimo to spółki REIT w Niemczech nie rozwinęły się w takim stopniu, jak na początku zakładano, mimo że zastosowano rozwiązania podobne do krajów, gdzie osiągnięto sukces ekonomiczny. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy dopatrywać się w tym, że na niemieckim rynku kapitałowym istniały już rozwinięte, alternatywne względem REIT formy zbiorowego inwestowania w nieruchomości. Na przykład były to fundusze emerytalne czy też fundusze inwestycyjne inwestujące w nieruchomości komercyjne. Z racji wieloletniej obecności na niemieckim rynku podmioty te cieszyły się zaufaniem wśród inwestorów indywidualnych, a ramy prawne, w których funkcjonowały, miały już swoją ugruntowaną praktykę.

Jednocześnie niemiecka regulacja REIT nie zdołała zachęcić dużych inwestorów instytucjonalnych do inwestowania w nieruchomości za pomocą niemieckich spółek REIT. Jedną z przyczyn mógł być zawarty w niemieckich regulacjach limit koncentracji kapitału na poziomie 10% akcji, jakie mogą być bezpośrednio posiadane przez jednego akcjonariusza oraz konsekwencje podatkowe związane z przekroczeniem tego limitu.

Idea REIT

W badanych krajach, wprowadzenie REIT-ów funkcjonujących w odrębnym reżimie podatkowym stanowiło zachętę do inwestowania w nieruchomości i nie stanowiło narzędzia umożliwiającego uzyskanie korzyści podatkowych. W praktyce REIT-y są wykorzystywane jako mechanizm inwestycyjny przewidujący określone preferencje podatkowe i nie służą jako narzędzie uzyskiwania głównie lub wyłącznie korzyści podatkowych. Dodatkowo, w każdym z analizowanych krajów zostały wprowadzone mechanizmy prawne zabezpieczające możliwość wykorzystania spółek typu REIT wyłącznie dla celów podatkowych (w szczególności, dotyczące regularnych dystrybucji dywidend do inwestorów).





Polski projekt Ustawy

Ministerstwo Finansów przygotowało projekt Ustawy datowany na 12 października 2016 r., który został zamieszczony na stronach Rządowego Centrum Legislacji. Ma on wprowadzić do polskiego porządku prawnego spółki typu REIT.

Zgodnie z założeniami rządowymi, nowy typ spółek ma stanowić alternatywę dla zamkniętych funduszy inwestycyjnych aktywów niepublicznych (tzw. FIZAN). Fundusze FIZAN co prawda pozwalają na operowanie na rynku nieruchomości komercyjnych, jednak w ocenie MF, dynamika rozwoju tego sektora funduszy nie wskazuje, by wpłynęły one w istotny sposób na krajowy rynek nieruchomości komercyjnych.

Cele wprowadzenia Ustawy o REIT

Według projektodawcy, wprowadzenie Ustawy o REIT ma realizować dwa zasadnicze cele. Pierwszym z nich jest zwiększenie atrakcyjności podejmowania i prowadzenia działalności gospodarczej w sektorze rynku nieruchomości komercyjnych. Drugi zakłada wzrost zaangażowania krajowego kapitału prywatnego na tym rynku. Dodatkowym argumentem jest również możliwość rozwoju rynku kapitałowego, a w szczególności ożywienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) poprzez wprowadzenie obowiązku notowania akcji spółek REIT na rynku regulowanym.

Wprowadzenie na polski grunt spółek typu REIT ma wzmocnić krajowy rynek nieruchomości komercyjnych, którego główną bolączką - w ocenie projektodawców - jest dominacja na tym rynku inwestorów zagranicznych i marginalne zaangażowanie inwestorów krajowych.

Według Ministerstwa, zmiana tej sytuacji pozwoliłaby na osiągnięcie pośrednich celów długoterminowych, takich jak upowszechnienie inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych, szczególnie wśród inwestorów indywidualnych. Ma to być efektem atrakcyjnego profilu ryzyka REIT, bazującego na wysokiej jakości nieruchomości oraz wypłacanych systematycznie dywidendach.

Pozytywnym skutkiem, który zgodnie z założeniami rządowymi, miałby wystąpić po wprowadzeniu spółek typu REIT do polskiego prawa, będzie również wsparcie rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Ponadto Ustawa wpłynęłaby także na całą gospodarkę Polski. Zgodnie z założeniami rządowymi, mogłoby to przełożyć się na trwały wzrost gospodarczy i wzmocnienie warunków dla wzrostu dochodów mieszkańców Polski.



Zdjęcie: Marta Jaślan



REIT, czyli podmiot wspólnego inwestowania na rynku nieruchomości

Zgodnie z projektem Ustawy, nabycie przez spółkę statusu REIT wymaga spełnienia przez nią łącznie szeregu warunków, tj.:

- ▶ posiadania statusu spółki publicznej w rozumieniu Ustawy o ofercie publicznej, co oznacza, że spółką REIT mogłyby zostać wyłącznie spółki akcyjne lub spółki komandytowo-akcyjne, ponieważ tylko one, z racji podziału ich kapitału zakładowego na akcje, mogą stać się spółkami publicznymi
- ▶ dopuszczenia akcji spółki do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Polski (obecnie wymóg ten mógłby zostać spełniony wyłącznie przez dopuszczenie akcji do obrotu na GPW)
- ▶ siedziby lub zarządu REIT na terytorium Polski
- ▶ minimalnego kapitału zakładowego spółki REIT w wysokości 60 mln PLN
- ▶ nieograniczonego czasu trwania spółki
- ▶ udziału nieruchomości, udziałów lub akcji kwalifikowanych spółek zależnych od REIT i akcji innych REIT w wartości bilansowej aktywów REIT wynoszącego co najmniej 70%
- ▶ udziału przychodów z najmu nieruchomości lub ich części, lub z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części, w przychodach netto REIT ze sprzedaży wynoszącego co najmniej 70%
- ▶ wartość bilansowa zobowiązań nie może przewyższać progu 70% wartości bilansowej aktywów REIT
- ▶ wypłacania akcjonariuszom w formie dywidendy w każdym roku obrotowym przynajmniej 90% zysku wynikającego z rocznego sprawozdania finansowego, pochodzącego z najmu nieruchomości lub ich części, z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części, z odpłatnego zbycia akcji innych REIT, lub z dywidend wypłaconych przez kwalifikowane spółki zależne od REIT

- ▶ uzyskiwania przychodów z najmu nieruchomości lub ich części z wynajmu minimum trzech nieruchomości lub ich części

Te warunki (z wyłączeniem warunku dotyczącego dywidend) powinny zostać spełnione na koniec każdego kwartału roku obrotowego.

- ▶ przedmiot działalności spółki typu REIT według projektu Ustawy ograniczony jest wyłącznie do najmu nieruchomości lub ich części, odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części oraz działalności finansowej w zakresie zarządzania udziałami lub akcjami w innych spółkach zależnych od REIT (zdefiniowanych poniżej)
- ▶ firma (nazwa) spółki typu REIT musi zawierać oznaczenie dotyczące reżimu prawnego, w jakim działa ta spółka - „spółka rynku wynajmu nieruchomości”, a użycie takiego dopisku przez podmiot nieuprawniony będzie stanowiło przestępstwo ścigane na gruncie prawa karnego (grzywna do 1 mln PLN lub nawet kara pozbawienia wolności do lat 2)

Ustrój korporacyjny

Projekt Ustawy przewiduje także szczególne wymogi co do ustroju korporacyjnego spółki typu REIT. Regulacje te zmieniają zasady ogólne wynikające z przepisów kodeksu spółek handlowych. Zarząd takiego podmiotu musi składać się z co najmniej dwóch członków, a ponadto członkowie zarządu oraz członkowie rady nadzorczej REIT muszą spełniać szczególne kryteria dot. wykształcenia, niekaralności oraz tzw. „nieposzlakowanej opinii”. W pozostałym zakresie do spółek typu REIT zastosowanie będą miały przepisy KSH.



Spółki zależne

Zgodnie z projektem Ustawy, podmioty typu REIT miałyby możliwość posiadania swoich spółek zależnych. Mogłaby nią zostać spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowo-akcyjna, mająca siedzibę lub zarząd na terytorium Polski. Spółka zależna musiałaby spełniać część z opisanych wyżej wymogów uzyskania statusu REIT, takich jak struktura przychodowa, wartość bilansowa zobowiązań oraz wymóg dotyczący obowiązku wypłacania dywidendy. Ponadto udział REIT w kapitale zakładowym takiej spółki musiałby wynosić minimum 95%, natomiast minimum 70% wartości bilansowej aktywów takiej spółki musiałyby stanowić nieruchomości. Co istotne, spółki zależne nie musiałyby posiadać minimum trzech nieruchomości, co jest jednym z obligatoryjnych wymogów uzyskania statusu REIT.

Wynika z tego, że ustawodawca nie zdecydował się na umożliwienie funkcjonowania spółek zależnych od REIT w reżimie spółek osobowych, innych niż spółka komandytowo-akcyjna.

Zasady inwestowania

Istotnym ograniczeniem w zakresie potencjalnej działalności REIT jest możliwość inwestowania przez takie spółki wyłącznie w nieruchomości komercyjne. Zakres ograniczono do zakończonych i skomercjalizowanych nieruchomości komercyjnych, z wyłączeniem gruntów i nieruchomości wykorzystywanych na cele mieszkaniowe. Zgodnie z projektowanymi przepisami, REIT-y nie mogłyby inwestować w segment nieruchomości mieszkaniowych na wynajem.

Istnieje oczywiście możliwość posiadania przez taką spółkę terenów niezabudowanych - inwestycyjnych lub też nieruchomości zakończonych i skomercjalizowanych niekomercyjnych, np. mieszkaniowych. Jednak posiadanie takich gruntów obniża możliwość spełnienia dość wyśrubowanych kryteriów uzyskania statutu REIT, np. 70% udział wartości nieruchomości komercyjnych w sumie aktywów REIT.

Zwolnienia podatkowe

Korzyścią wynikającą z uzyskania przez spółkę statusu REIT byłaby możliwość skorzystania ze zwolnienia podatkowego od osób prawnych. Przewiduje ono eliminację podwójnego opodatkowania dochodów i przychodów związanych z najmem nieruchomości - na poziomie REIT będącego właścicielem nieruchomości oraz na poziomie inwestora, tj. akcjonariusza takiej spółki.

Zwolnienie podatkowe obejmować będzie dochody REIT z najmu nieruchomości lub ich części, a także z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części oraz z odpłatnego zbycia udziałów (akcji) spółek zależnych od REIT lub akcji w innej spółce typu REIT. Dodatkowo zwolnione z CIT będą też przychody REIT uzyskane z dywidend wypłaconych przez jej spółki zależne, jednakże zwolnienie to będzie dotyczyło jedynie spółek zależnych w rozumieniu przepisów projektu Ustawy, czyli spełniających opisane wyżej kryteria. Jednocześnie w ramach takich spółek zależnych od REIT zwolnieniu podlegać będą dochody uzyskane przez te podmioty z najmu nieruchomości lub ich części, a także z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części.

W ograniczonym zakresie (dochody z najmu nieruchomości lub jej części) zwolnienie będzie dostępne również dla spółek publicznych (czyli takich, które akcje są zdematerializowane) z siedzibą lub zarządem na terytorium Polski, spełniających wymogi z projektu Ustawy dotyczące minimalnego kapitału zakładowego, czasu trwania oraz notowania na rynku regulowanym. Aby uzyskać zwolnienie przez taką spółkę wystarczy, że spółka do końca pierwszego roku podatkowego następującego po roku podatkowym, w którym spółka złożyła do właściwego naczelnika urzędu skarbowego pisemne zawiadomienie o wyborze takiego zwolnienia, uzyska przychody z najmu co najmniej jednej nieruchomości lub jej części. W zamyśle MF taka regulacja ma służyć spółkom rozpoczynającym działalność na rynku wynajmu nieruchomości.



Powstający REIT, korzystający z opisanego częściowego zwolnienia, będzie musiał spełnić do końca drugiego roku podatkowego następującego po złożeniu powyższego zawiadomienia, pozostałe przesłanki warunkujące uzyskanie przez taki podmiot statusu REIT, np. wypłata dywidendy, uzyskiwanie przychodów z wynajmu min. trzech nieruchomości, etc. W przeciwnym wypadku spółka taka będzie zobowiązana do złożenia korekty zeznania podatkowego za lata podatkowe, w których korzystała ze zwolnienia oraz do zapłaty zaległego podatku wraz z odsetkami za zwłokę.

Analogiczne regulacje w zakresie częściowego zwolnienia podatkowego przewidziane są w stosunku do spółek zależnych od REIT. W ciągu dwóch lat

podatkowych spółka taka będzie musiała spełnić wszystkie wymogi z projektu Ustawy (w szczególności w zakresie udziału REIT w kapitale zakładowym takiej spółki oraz udziału samych nieruchomości w wartości bilansowej jej aktywów).

Ponadto projekt Ustawy zakłada, że do dywidend i innych dochodów (przychodów) z udziału w zyskach osób prawnych uzyskanych od spółek rynku wynajmu nieruchomości oraz spółek zależnych, nie stosuje się przepisu art. 22 ust. 4 Ustawy CIT (tj. zastosowania nie znajdzie Dyrektywa Parent - Subsidiary).





Polska największym rynkiem nieruchomości komercyjnych w Europie Środkowo-Wschodniej

Polski rynek nieruchomości komercyjnych znajduje się w fazie wzrostu napędzanego stabilną sytuacją ekonomiczną polskiej gospodarki, napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz wzrostem wydatków konsumpcyjnych spowodowanych wzrostem płac oraz zatrudnienia.

Polska jest zarówno najbardziej atrakcyjnym, jak i rozwiniętym rynkiem nieruchomości w Europie Środkowo-Wschodniej, odpowiadającym za co trzecią transakcję odnotowaną w regionie.

Polska		2015	2016	Zmiana
Wolumen transakcji, w tym:		4,0 mld EUR	4,6 mld EUR	
	sektor biurowy	32%	40%	
	sektor handlowy	56%	43%	
	sektor magazynowy	11%	17%	
	Udział kapitału zagranicznego	96%	98%	
REIT	w tym udział zagranicznych spółek o formule REIT	11%	50%	

Źródło: opracowanie własne EY

Atrakcyjność polskiego rynku nieruchomości komercyjnych jest szczególnie widoczna w udziale zagranicznego kapitału w wartości transakcji, który przekracza w ostatnich latach 90%. Przejawia się także w niskich stopach kapitalizacji świadczących o wysokiej ocenie wiarygodności i pewności inwestowania w polskie nieruchomości komercyjne.

Efektywność funkcjonowania zagranicznych funduszy działających w oparciu o regulacje REIT jest szczególnie widoczna na polskim rynku. Wśród największych tego typu podmiotów, które zainwestowały w Polskę w ostatnich latach znajdują się m.in. tacy giganci jak francuski REIT Unibail-Rodamco (właściciel portfela największych centrów handlowych w Polsce), południowoafrykański



Redefine (podmiot stojący za największą transakcją w historii polskiego rynku inwestycyjnego), czy największy fundusz typu REIT operujący w sektorze magazynowym, amerykański Prologis.

Skutki dla Polski

Bazując na przykładach krajów z istniejącymi regulacjami dotyczącymi REIT możemy przewidywać, że nowe preferencyjne formy inwestowania w rynek nieruchomości wpłyną pozytywnie na wzmocnienie pozycji oraz atrakcyjności polskiego rynku poprzez większą konkurencję wśród inwestorów oraz wzrost przeciętnych cen nieruchomości komercyjnych. Bardzo prawdopodobne wydaje się również zwiększenie udziału polskiego kapitału w rynku nieruchomości komercyjnych, co miało miejsce

w krajach z już funkcjonującymi spółkami o formule REIT.

Biorąc pod uwagę stabilną sytuację ekonomiczną polskiej gospodarki, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz wzrost wydatków konsumpcyjnych napędzanych wzrostem płac oraz zatrudnienia można zakładać, że dynamika popytu na powierzchnie generowana przez najemców nie powinna w dłuższej perspektywie ulegać większym zmianom. Dodatkowy impuls popytowy ze strony krajowych inwestorów działających w ramach nowych regulacji połączony ze stabilnym wzrostem popytu na powierzchnie ze strony najemców, w dłuższym okresie może przełożyć się również na większą skalę nowych inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych.





Projekt Ustawy o REIT - rekomendacje EY

Projekt Ustawy jest krokiem w dobrą stronę. Jednak wiele jego zapisów wymaga zmian oraz uzupełnienia, a także dalszych konsultacji społecznych, w szczególności z przedstawicielami rynku nieruchomości komercyjnych. Z perspektywy zarówno ustawodawcy, jak i rynku bardzo istotne jest wysłuchanie argumentów tej właśnie grupy, ponieważ to do podmiotów funkcjonujących na rynku nieruchomości komercyjnych będzie należał pierwszy krok związany z powołaniem do życia spółek typu REIT. Po uchwaleniu Ustawy te podmioty, chcąc rozwijać polski rynek, będą musiały zorganizować swoją działalność w sposób uregulowany ostatecznie w Ustawie, a wszelkie ograniczenia, limity lub niepotrzebne obostrzenia mogą skutkować niepowodzeniem rozwoju tego sektora w Polsce.

Wystarczają przepisy dotyczące obrotu giełdowego

Warto odnieść się do kwestii ograniczeń dotyczących koncentracji kapitału, minimalnej liczby akcjonariuszy czy obowiązków typu *free float*. Z przeprowadzonej analizy wynika, że aktualnie obowiązujące przepisy dotyczące obrotu giełdowego będą wystarczającym narzędziem zapewniającym płynny obrót akcjami spółek typu REIT. Przyczyni się ono do realizacji przez przyszłą regulację jednego z głównych celów, tj. ożywienia polskiego rynku giełdowego oraz lokalnego rynku nieruchomości poprzez zwiększenie udziału inwestorów polskich w wolumenie transakcji. Wprowadzenie dalej idących ograniczeń już na samym początku funkcjonowania rynku REIT w Polsce może spowolnić rozwój tego sektora.

Możliwość wejścia na giełdy w innych krajach

We wszystkich analizowanych w raporcie krajach dopuszczalne jest notowanie akcji spółek REIT również na giełdach w innych państwach Unii Europejskiej lub Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Wprowadzenie obostrzeń w tym zakresie, uniemożliwiających uzyskanie statusu spółek

REIT w Polsce podmiotom spełniającym kryteria ustawowe, których akcje są notowane na giełdach w innych państwach UE lub EOG, mogłoby stanowić naruszenie przepisów unijnych dotyczących swobody przedsiębiorczości lub swobody przepływu kapitału. Projekt Ustawy nie wprowadza zakazu notowania akcji spółki typu REIT również na rynkach regulowanych w innych państwach. Gdyby akcje polskiego REIT były notowane także na giełdzie w innym państwie UE lub EOG, rekomendowane będzie nałożenie dodatkowego obowiązku zapewnienia wymogów co najmniej takich, jakie zostały przyjęte na polskiej GPW, np. min. 25% *free float*.

Dopuszczenie struktur holdingowych

Rynek nieruchomości komercyjnych funkcjonuje w oparciu o model spółek holdingowych oraz spółek celowych zajmujących się zazwyczaj jedną konkretną nieruchomością lub grupą nieruchomości. Projekt Ustawy nie przewiduje takich rozwiązań w Polsce. Autorzy raportu rekomendują dopuszczenie struktur holdingowych, w których spełnienie warunków ustawowych umożliwiających uzyskanie statusu spółki REIT, np. wymogu 70% udziału aktywów nieruchomościowych w ogólnej wartości bilansowej



aktywów REIT lub minimalnej liczby 3 nieruchomości, byłoby oceniane na poziomie skonsolidowanym, a nie na poziomie jednostkowym - spółki typu REIT.

Dopuszczenie do podmiotów zależnych spółek jawnych i komandytowych

Należy rozważyć również możliwość zezwolenia spółkom typu REIT na posiadanie spółek zależnych w formie spółki jawnej lub spółki komandytowej. Szczególnie ta ostatnia forma prawna jest powszechnie stosowana na rynku nieruchomościowym w Polsce, a rozwiązania przyjęte w projekcie Ustawy nie dają możliwości prowadzenia działalności poprzez spółki zależne funkcjonujące w takim kształcie.

Otwarcie na rynek mieszkaniowy

Kolejnym ograniczeniem jest wyłączenie możliwości prowadzenia działalności przez REIT na rynku mieszkaniowym. W ocenie EY, rekomendowane

z punktu widzenia rynku oraz europejskich standardów byłoby umożliwienie prowadzenia działalności spółkom typu REIT również na rynku nieruchomości mieszkaniowych na wynajem. Sektory działające w bezpośrednim otoczeniu rynku nieruchomości w Polsce wytwarzają ok. 14% wartości dodanej. Jednak część aktywności tych sektorów - w szczególności w przypadku budownictwa - nie jest nakierowana na potrzeby rynku nieruchomości komercyjnych, a dotyczy właśnie rynku mieszkaniowego. Oznacza to, że bez rozszerzenia zakresu przedmiotowego Ustawy nie uda się uzyskać zakładanych wyników ekonomicznych.

Poziom obowiązkowej dywidendy

Spółka typu REIT ma obowiązek wypłacenia niemal całego zysku jako dywidendy swoim akcjonariuszom. Poziom obowiązkowej dywidendy polskich spółek typu REIT powinien być ustalony na poziomie zbliżonym do państw, które rozwijają dopiero swoje spółki REIT, tj. na poziomie 80-85% zysku z wynajmu nieruchomości.

Państwo	Zysk (dywidenda) wypłacany akcjonariuszom REIT (%)
Holandia	100
Francja	95
Polska (propozycja)	90
Niemcy	90
Irlandia	85
Hiszpania	80
Belgia	80
Włochy	70
Luksemburg	bez ograniczeń

Źródło: opracowanie własne EY



Procedura umożliwiająca reinwestowanie

Wiele państw dopuszcza możliwość reinwestowania zysków kapitałowych osiągniętych przez REIT, np. z tytułu sprzedaży nieruchomości w drodze nabycia przez REIT kolejnej nieruchomości pod wynajem. Dlatego też w przyszłej regulacji powinna znaleźć się precyzyjna procedura umożliwiająca reinwestowanie w określonym czasie (np. 3 lat) zysków kapitałowych poprzez nabycie kolejnych nieruchomości przeznaczonych na wynajem. Przyczyni się to do lokowania przez REIT środków w kolejne inwestycje napędzające rozwój całej polskiej gospodarki.

Weryfikacja spełnienia wybranych parametrów przez REIT-y

Uzyskanie statusu spółki REIT oraz czerpanie korzyści z tego płynących musi być przedmiotem weryfikacji. Zgodnie z projektem Ustawy spółka typu REIT jest zobowiązana spełniać wymogi w zakresie m.in. 70% udziału aktywów nieruchomościowych w ogólnej wartości bilansowej aktywów REIT lub minimalnej liczby 3 nieruchomości, na koniec każdego kwartału. Proponowany kwartalny okres weryfikowania statusu REIT wydaje się być zbyt krótki, w szczególności gdy weźmiemy pod uwagę przedmiot działalności REIT. Rekomendowane byłoby wydłużenie tego okresu i wprowadzenie konieczności weryfikacji spełnienia określonych parametrów, np. na koniec roku obrotowego. W przypadku utrzymania proponowanego rozwiązania w niezmienionym kształcie, spółka typu REIT byłaby zobowiązana, np. do dokonywania wyceny swojego majątku na koniec każdego kwartału. Mogłoby to utrudnić bieżącą działalność i niepotrzebnie zwiększyć koszty funkcjonowania spółki.

Zachęty do powstawania REIT-ów

Analiza zagranicznych regulacji oraz praktyki ich stosowania pozwala stwierdzić, że wprowadzenie

w tych państwach spółek typu REIT funkcjonujących w szczególnym reżimie podatkowym stanowiło zachętę do inwestowania w nieruchomości i nie było wykorzystywane jako platforma umożliwiająca uzyskanie korzyści podatkowych. Dodatkowo, w każdym z analizowanych w raporcie krajów regulacje prawne wprowadzają rozwiązania mające na celu zabezpieczenie przed możliwością wykorzystania REIT jako mechanizmu optymalizacji podatkowej.

Projekt Ustawy przewiduje rozwiązania w zakresie zwolnień podatkowych zbliżone do omówionych w raporcie regulacji zagranicznych. Szczegółowego uregulowania wymaga jednak metodyka ustalania zysków będących podstawą do wypłat dywidendy dla akcjonariuszy, tj. umożliwienie konsolidacji wyników spółek w grupie REIT, czy też wyłączenie konieczności wypłaty „papierowych” zysków.

Bazując na analizowanych przykładach innych państw można przewidywać, iż nowe preferencyjne formy inwestowania w rynek nieruchomości komercyjnych wpłyną pozytywnie na wzmocnienie pozycji oraz atrakcyjności polskiego rynku nieruchomości poprzez większą konkurencję wśród inwestorów, wzrost przeciętnych cen nieruchomości komercyjnych oraz kompresję stóp kapitalizacji. Bardzo prawdopodobne wydaje się również zwiększenie udziału polskiego kapitału w rynku nieruchomości komercyjnych, tak jak to miało miejsce w analizowanych krajach.

Z uwagi na wymóg notowania akcji spółek typu REIT na rynku regulowanym, rozwój sektora nieruchomości komercyjnych wpłynie również pozytywnie na zwiększenie obrotów samej Giełdy. Pojawienie się na GPW w Warszawie krajowych spółek typu REIT może przyciągnąć nowy kapitał zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Przesunięcie nawet niewielkiej części środków gospodarstw domowych przechowywanych obecnie w gotówce lub niskoprocentowanych depozytach bankowych do spółek typu REIT (które będą notowane na giełdzie), mogłoby zwiększyć kapitalizację i obroty na GPW nawet o kilka procent, co zgodnie z założeniami MF jest jednym z podstawowych celów nowych regulacji.



Wpływ REIT-ów na polską gospodarkę

Wprowadzenie na polski rynek nowej formy inwestowania w postaci spółek REIT będzie oddziaływać na gospodarkę dwoma głównymi kanałami: kanałem rynku finansowego oraz kanałem powiązań międzygałęziowych.

Spółki REIT są specyficzną formą inwestowania posiadającą szereg cech odróżniających ją od innych form lokowania kapitału na rynku nieruchomości oraz od klas aktywów uważanych za tradycyjne, np. instrumentów udziałowych i obligacji. Należą do nich m.in. niskie bariery wejścia, niskie koszty zarządzania, wysoka płynność, stosunkowo wysokie stopy zwrotu, stabilność wypłat, odmienny od innych klas aktywów profil ryzyka pozwalający na dywersyfikację. Te cechy spółek typu REIT stanowią o ich atrakcyjności jako narzędzia do inwestowania długoterminowego.

W ramach kanału rynku finansowego, spółki REIT mogą korzystnie oddziaływać na gospodarkę poprzez:

- ▶ zwiększenie stopy oszczędności gospodarstw domowych m.in. poprzez stworzenie instrumentu odpowiedniego do oszczędzania w celu zabezpieczenia potrzeb emerytalnych
- ▶ zmniejszenie udziału gotówki i depozytów w aktywach finansowych gospodarstw domowych na rzecz aktywów o charakterze długoterminowym
- ▶ zwiększenie udziału inwestorów krajowych w rynku nieruchomości komercyjnych oraz zmniejszenie udziału wartości strumienia dochodów z rynku nieruchomości trafiającego do inwestorów zagranicznych

W ramach kanału powiązań międzygałęziowych, spółki REIT mogą przyczynić się do zwiększenia strumienia środków inwestycyjnych kierowanego do segmentu nieruchomości komercyjnych. W wyniku zwiększenia się nakładów inwestycyjnych w segmencie nieruchomości komercyjnych, zwiększeniu uległby popyt na usługi sektora budownictwa w Polsce. Dodatkowa produkcja w branży budowlanej przełożyłaby się na dodatkową wartość dodaną brutto (\approx PKB), zatrudnienie oraz dochody sektora finansów publicznych w gospodarce Polski poprzez:

- ▶ efekty bezpośrednie generowane w ramach firm działających w sektorze budownictwa
- ▶ efekty pośrednie związane z wydatkami sektora w łańcuchu dostawców oraz
- ▶ efekty indukowane wynikające z wydatków na konsumpcję finansowanych z wynagrodzeń pracowników wygenerowanych w ramach efektów bezpośrednich i pośrednich

Zakładając, że wprowadzenie w życie Ustawy o REIT doprowadzi do zwiększenia produkcji sektora budownictwa o 700 mln PLN rocznie, przyczyni się ono do powstania:



ok. **479 mln PLN**
wartości dodanej
brutto



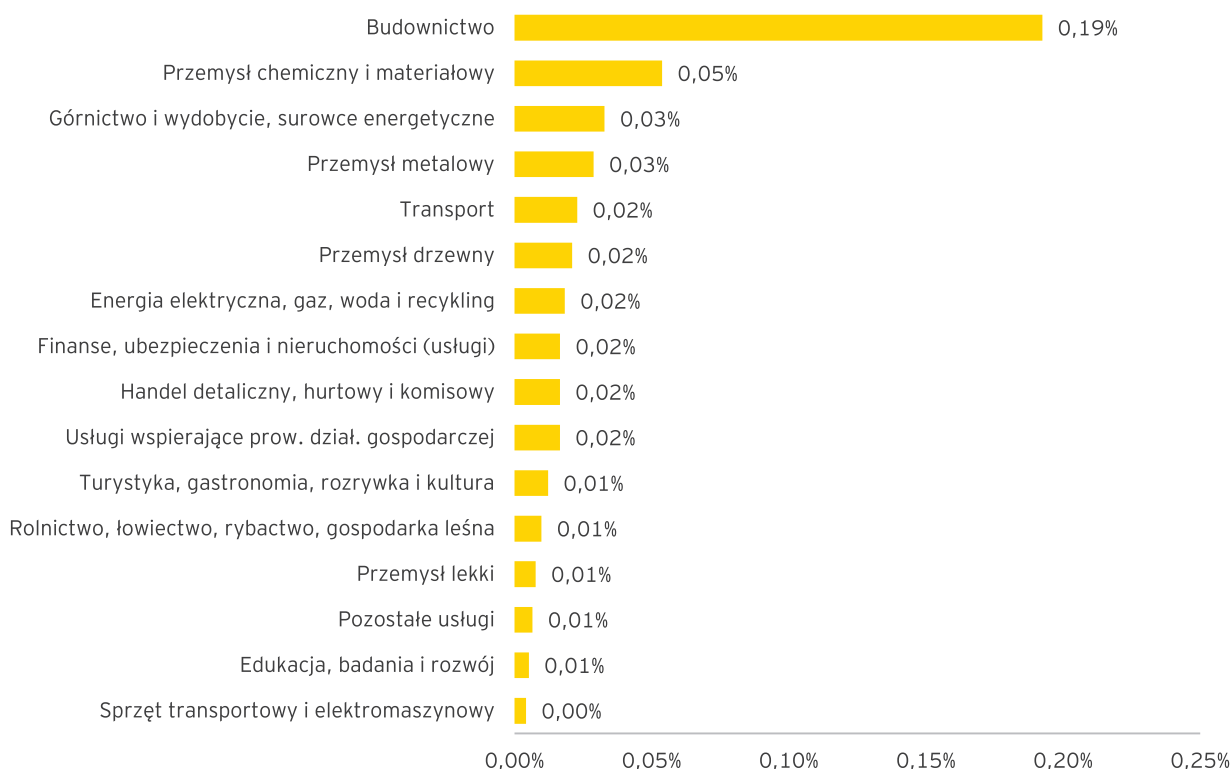
ok. **4,3 tys.**
nowych miejsc
pracy



ok. **127 mln PLN**
dochodów
sektora finansów
publicznych



Suma efektów dla liczby zatrudnionych w sektorze wygenerowanych dzięki działalności REIT w stosunku do całkowitej liczby zatrudnionych w danym sektorze



Źródło: analiza EY na podstawie danych GUS





Komentarz

Maciej Drozd - CFO Echo Polska Properties S.A., spółki działającej według formuły REIT i inwestującej w sektorze nieruchomości komercyjnych, utworzonej w oparciu o 16 nieruchomości - 10 handlowych i 6 biurowych, wyodrębnionych w 2016 roku z majątku Echo Investment S.A. EPP przeprowadziło w 2016 roku IPO na giełdzie w Johannesburgu i podniosło kapitał o 100 mln EUR, które te środki zostały przeznaczone na zakup nowych projektów biurowych w Gdańsku, Łodzi, Krakowie i Katowicach oraz projektu handlowego w Warszawie. W 2017 roku EPP zawarła umowy nabycia kolejnych 6 nieruchomości handlowych zarówno ustabilizowanych, jak i w procesie developmentu. Kapitalizacja EPP wynosi około 800 mln EUR, a planowana stopa dywidendy w 2017 roku to około 7%. Echo Investment posiada obecnie około 15% udziałów w spółce Echo Polska Properties S.A.

Aktualnie nieruchomości komercyjne w Polsce są w ponad 90% w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Zatem wprowadzenie legislacji REIT w Polsce byłoby kluczowe dla dopuszczenia polskich inwestorów indywidualnych do udziału w rynku nieruchomości komercyjnych, a jednocześnie dałoby im dostęp do stabilnych, długoterminowych przychodów i zachęciło do oszczędzania długoterminowego. Warto dodać, że typowe stopy dywidendy z nieruchomości komercyjnych są obecnie stosunkowo atrakcyjne. Dlatego w oparciu o doświadczenia z innych rynków, warto przeanalizować możliwe scenariusze zmian własnościowych zgodne z proponowaną legislacją dot. REIT i w odniesieniu do sytuacji i praktyki rynkowej w Polsce.

Wymóg upublicznienia REIT oznacza przeprowadzenie IPO. Jednak debiut giełdowy spółki nieruchomościowej może się powieść, o ile posiada ona atrakcyjne portfolio nieruchomości z długoterminowymi umowami najmu i profesjonalny zespół zarządzający. Pozwala to przewidywać przyszłe dywidendy w dłuższym okresie. Dopiero w oparciu o solidny początkowy portfel można dokonywać kolejnych emisji i nabywać nieruchomości na rynku pierwotnym lub wtórnym.

Powodzenie emisji Echo Polska Properties zawdzięczaliśmy właśnie przede wszystkim posiadanemu portfolio nieruchomości o wysokiej

jakości, które pozwalało przewidzieć i zadeklarować inwestorom określone dywidendy. Warto dodać, że do obowiązków informacyjnych spółek notowanych na giełdzie w Johannesburgu, należy upublicznienie w prospekcie emisyjnym i potwierdzenie przez audytora deklarowanej wysokości oczekiwanych dywidend, w oparciu o podpisane umowy najmu, umowy kredytowe itp. Utwierdza to inwestorów w przekonaniu, że podejmowana inwestycja przyniesie oczekiwane zwroty.

Zatem dla zapewnienia dobrego startu polskim REIT-om przemyślenia wymaga sposób skutecznego zmotywowania obecnych dużych, zagranicznych inwestorów nieruchomościowych do upublicznienia posiadanych portfeli nieruchomości o wysokiej jakości. Trudno bowiem wskazać efektywną ścieżkę rozwoju rynku REIT, która nie zakłada upublicznienia istniejących portfeli nieruchomości i ewentualne stopniowej redukcji udziału inwestora dominującego - z poziomu około 75% po IPO, do pozycji mniejszościowej. Kilka takich dużych emisji, zakończonych sukcesem, dałoby impuls polskiemu rynkowi REIT w jego wczesnej fazie rozwoju i stworzyłoby warunki do jego ekspansji. Kolejne klasy aktywów - takie jak mieszkania na wynajem, domy studenckie itp. - będą zaakceptowane na tym rynku po sukcesie upublicznienia w formule REIT nieruchomości komercyjnych.



Kontakt



Anna Kicińska

Partner, Lider Grupy Doradztwa Nieruchomości EY

anna.kicinska@pl.ey.com

tel. +48 22 22 557 75 42



Agnieszka Tałasiewicz

Partner Zarządzający Kancelarią EY Law

agnieszka.talasiewicz@pl.ey.com

tel. +48 22 557 72 75



Tomasz Oździński

Dyrektor, Dział Doradztwa Podatkowego EY

tomasz.ozdzinski@pl.ey.com

tel. +48 22 557 69 22



Piotr Pękała

Ekonomista w Zespole Analiz Ekonomicznych EY

piotr.pekala@pl.ey.com

tel. +48 22 557 63 10

O firmie EY

EY jest światowym liderem rynku usług profesjonalnych obejmujących usługi audytorskie, doradztwo podatkowe, doradztwo biznesowe i doradztwo transakcyjne. Nasza wiedza oraz świadczone przez nas najwyższej jakości usługi przyczyniają się do budowy zaufania na rynkach kapitałowych i w gospodarkach całego świata. W szeregach EY rozwijają się utalentowani liderzy zarządzający zgranymi zespołami, których celem jest spełnianie obietnic składanych przez markę EY. W ten sposób przyczyniamy się do budowy sprawniej funkcjonującego świata. Robimy to dla naszych klientów, społeczności, w których żyjemy i dla nas samych.

Nazwa EY odnosi się do firm członkowskich Ernst & Young Global Limited, z których każda stanowi osobny podmiot prawny. Ernst & Young Global Limited, brytyjska spółka z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji (company limited by guarantee) nie świadczy usług na rzecz klientów. Aby uzyskać więcej informacji, wejdź na www.ey.com/pl

EY, Rondo ONZ 1, 00-124 Warszawa

© 2017 EYGM Limited.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

SCORE: 00064-162

ey.com/pl

Niniejsza publikacja została sporządzona z należytą starannością, jednak z konieczności pewne informacje zostały podane w skróconej formie. W związku z tym publikacja ma charakter wyłącznie orientacyjny, a zawarte w niej dane nie powinny zastąpić szczegółowej analizy problemu lub profesjonalnego osądu. EY nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty powstałe w wyniku czynności podjętych lub zaniechanych na podstawie niniejszej publikacji. Zalecamy, by wszelkie przedmiotowe kwestie były konsultowane z właściwym doradcą.