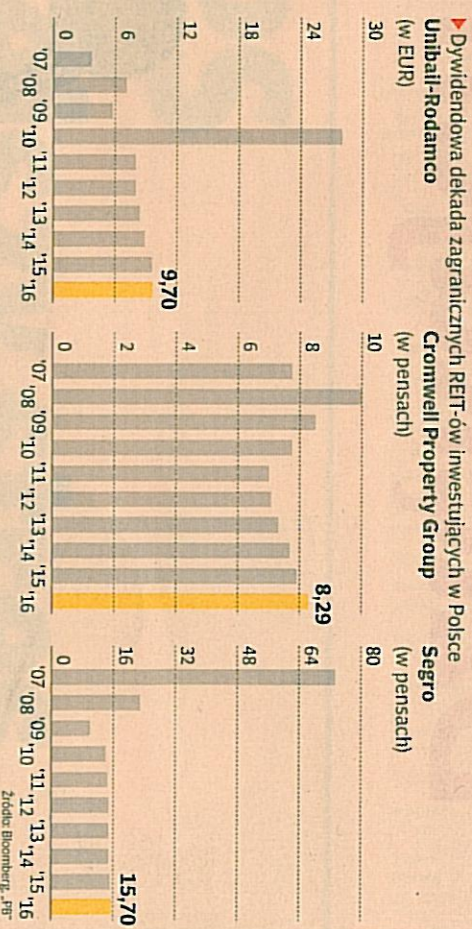
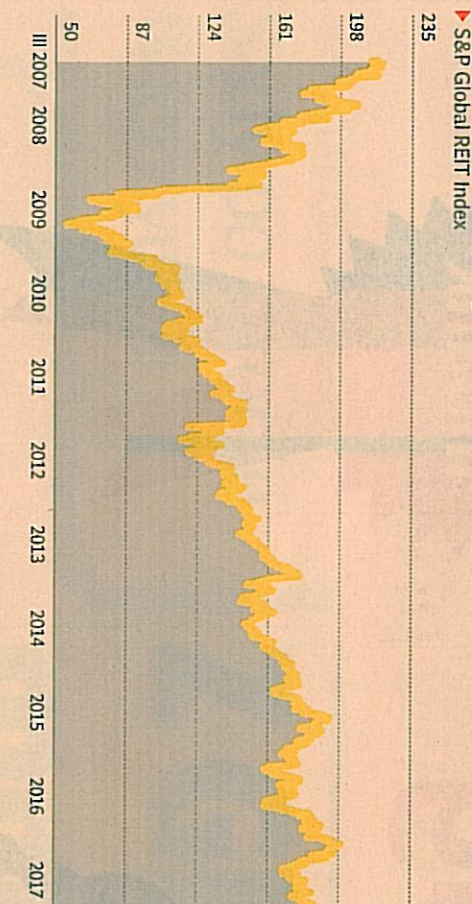


Rynek czeka na REIT-y

REIT-y na światowych giełdach



Kowalski liczy na czynsz z galerii i biurów

Zagraniczne REIT-y wykupiły polskie nieruchomości i wysyłają właścicielom miliardy. Jeśli będziemy mieli własne, zyski trafią do kieszeni Polaków



Kamil Kosiniński

k.kosinski@pb.pl • 22-333-99-24

Ponad 22 proc. wzrósł w ostatnich dwunastu miesiącach amsterdamski indeks AEX. Paryski CAC 40 zwiększył wartość prawie o 21 proc. W tym czasie akcje Unibail-Rodamco (UR) – będącego składową obulindexów – podrożały tylko o 1 proc. W kontekście zapowiadanej na maj prezentacji nowej wersji projektu ustawy o polskich REIT-ach pokazuje to, że REIT – jakim jest UR – nie jest perennum mobile do zarabiania na nieruchomościach i na każdym aktywie może dojść do przegazania. Zresztą w 2008 r. światowy indeks REIT-ów S&P Global REIT spadł aż o 48 proc.

– Wszystko poszło w dół, łącznie z REIT-ami, bo były mocno przelewarowane. Ale były też jedynymi z aktywami, których wartość najszybciej wróciła do poziomu sprzed kryzysu – komentuje Grzegorz Mizerski, prezes Fundacji Edukacji i Badań nad REITs.

Dywidenda to podstawa

Istota zarabiania na REIT-ach sprowadza się jednak nie do wzrostu wartości akcji, ale regularnego inkasowania dywidend. Wypłaty to jedno z podstawowych kryteriów pozwalających na uzyskanie statusu REIT-u. – Średnioroczna stopa zwrotu z amerykańskich REIT-ów w latach 1972-2015 wyniosła 12 proc., i to mimo kryzysowego zakamania. To wielka siła procentu składanego i regularnie wypłacanych dywidend – podkreśla Grzegorz Mizerski.

Od 2010 r. UR wypłaca przynajmniej osiem euro na akcję, z tendencją lekko rosnącą. W apogium kryzysu było to mniej, ale w 2010 r. poza osmioną euro dywidendy zwykłej spółka wypłacała dodatkowe 20 EUR. W efekcie średnia z ostatnich dekad wynosi 9,71 EUR na akcję. Podobnie wygląda sytuacja w brytyjskim Segro czy australijskim Cromwell Property Group. A każda z tych firm transferuje do

kieszeni swoich akcjonariuszy pieniądze pochodzące wprost z Polski.

By zrozumieć mechanizm transferu pieniędzy z Polski do dentystów czy emerytów z Zachodu, najlepiej jeszcze raz wrócić do UR, które jest największym REIT-em w Europie. W 2016 r. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów zablokował francusko-holenderskiej spółce przejęcie kontroli nad warszawskimi Złotymi Tarasami. Zagraniczny REIT jest już bowiem właścicielem innych stołecznych centrów handlowych – Arkadii, Galerii Mokotów, Galerii Wilenskiej i Centrum Handlowego Ursynów. Prowadzący tam sklepy część pieniędzy z zakupów muszą przetrzymać na czynsz. Ten trafia do polskiej spółki UR. Ona transferuje pieniądze za granicę, a REIT rok w rok wypłaca je swoim akcjonariuszom. By korzystać w swoim kraju ze zwolnienia podatkowego musi bowiem iwią część wpływów czynszowych przekazywać swoim akcjonariuszom. W krajach, w których już funkcjonują REIT-y, mechanizm ten różni się w szczegółach, ale co do zasady jest taki sam.

Podobnie powinno być w Polsce, a w zamierzeniu rządu REIT-y powinny się stać jedynym narzędziem optymalizacji podatkowej w sektorze nieruchomości. – W sytuacji, w której przedsiębiorstwa są w stanie optymalizować podatki od nieruchomości w różny sposób, żadne zachęty podatkowe związane z REIT-ami nie zadziałają. W związku z tym musimy powiedzieć, że instrumenty, jakimi są REIT-y, będą związane z permanentnym uszczelnianiem systemu podatkowego dotyczącego nieruchomości, bo tylko wtedy spełnią swoją rolę – mówi niedawno Paweł Gruba, wiceminister finansów.

12 mld zł płynnie co roku za granicę

REIT-y kupują budynki pozwalające czterem krajom macierzystym, ale również swoim nim. Według szacunków firmy doradczej EY z polskich nieruchomości komercyjnych co roku wypływa za granicę 12 mld zł. Oto, by przenieść pieniądze z kieszeni zwykłych Polaków, toczy się

Według rządu REIT-y powinny się stać jedynym narzędziem optymalizacji podatkowej w sektorze nieruchomości.

Rozproszony akcjonariat

– Zasada jest, że grupa właścicieli REIT-ów musi być dość rozproszona. Chodzi o to, by REIT nie stanowił mechanizmu optymalizacji podatkowej dla bogaczy, ale służył ludziom przeciętnej sytuacji. Mechanizm dywersyfikacji struktury własnościowej REIT-ów są różne w różnych krajach. Przyjmuje się, że niewielka grupa akcjonariuszy nie może mieć pakietu kontrolnego. Reguła ta nie obowiązuje jednak, jeśli kontrolę miałby sprawować fundusze emerytalne lub inwestycyjne, które co do zasady są instytucjami zbrojowego zarządzania pieniędzmi zwykłych ludzi. Zdarza się jednak, że prawo pozwała na tzw. sponsora REIT-u, czyli podmiot, który ma pakiet kontrolny, ale wnoszą aportem swoje nieruchomości inicjując powstanie REIT-u. Trudno sobie bowiem wyobrazić, by spółka startująca od zera zebrała z rynku takie pieniądze, by kupić zdwersyfikowany portfel naprawdę wartościowych nieruchomości.

gra. Kluczowe jest oczywiście to, by Polacy zdecydowali się część swoich oszczędności powierzyć REIT-om. W kontekście żywych doświadczeń z funduszami nieruchomości może to być problem. Grzegorz Mizerski uważa, że akcja edukacyjna dotycząca tego, czym naprawdę są REIT-y, będzie kluczowa dla ich biznesowo-społecznego sukcesu. Podobnego zdania jest Paweł Tamborski, były wiceminister skarbu i prezes GPW, który zainicjował proces wprowadzenia do polskiego prawa REIT-ów.

– Stworzenie struktury prawnej to początek drogi. Potrzebna jest oferta benchmarkowa, do której można będzie się odwoływać. By zainteresować duże grono inwestorów detalicznych, najlepiej by było, gdyby na samym początku pojawiła się oferta wielkiego REIT-u, z portfelem nieruchomości co do których jakości nie byłoby żadnych wątpliwości – mówi Paweł Tamborski.

EY nie kalkulował, jak wiele z 12 mld zł polskich czynszów transferowanych za granicę trafia do właścicieli zagranicznych REIT-ów, a ile do innych zagranicznych inwestorów. Na REIT-y przypadają jednak z pewnością okazałe kwoty. Świadczą o tym choćby operacje podmiotów amerykańskiego Redefine Properties. W 2016 r. egzotycki podmiot, który status REIT-u uzyskał zaledwie w 2014 r., przejął kontrolę nad centrami handlowymi i biurowymi w 11 polskich miastach. Transakcję wyceniono na 1,19 mld EUR, czyli ponad 5 mld zł. Potem spółka kon-

trolowana przez REIT zaangażowała się w jeszcze dwa warszawskie projekty z tym samym deweloperem i uzgodniła przejęcie centrów handlowych we Włocławku, Zamostcu i Kłodzku od innego właściciela. To ostatnie wskazuje, że zagraniczne REIT-y interesują się nieruchomościami w mniejszych miastach.

Nieruchomości są różne

Tak jak REIT-y interesują nie tylko największe miasta, tak w ich portfelach znajdują się nie tylko centra handlowe i biurowe. Poza tymi dwoma typami aktywów australijska Cromwell Property Group angażuje się w Polsce również w magazyny. Brytyjskie Segro nie czuje, co nie jest magazynem, nie tylko. Jego hale stoją przy trasach wyłotowych z sześciu dużych polskich aglomeracji. Niedawno gościł w Polsce przedstawicieli francuskiego REIT-u inwestującego w bazy i targowiska.

– Nieruchomości to grupa aktywów, w ramach której można wyróżnić wiele podkategorii, z których każda ma swoje czynniki ryzyka. REIT-y się zaś specjalizują – zaznacza Paweł Tamborski. Są takie, które inwestują w mieszkania, akademiki, nieruchomości przemysłowe, szpitale. W niektórych krajach status REIT-u mogą uzyskać firmy inwestujące nie tyle w nieruchomości, co w kredyty hipoteczne na ich zakup. Wszystkie je łączy jednak regularny transfer przepływów gotówkowych do właścicieli REIT-ów. 📧 📧

Rynek czeka na REIT-y

KOMENTARZ PARTNERA — GRIFFIN REAL ESTATE

Nieruchomości czekają na nowe prawo



MACIEJ DROZD
przewodniczący grupy kapitałowej Griffin Real Estate, inwestora na rynku nieruchomości komercyjnych w regionie CEE, która zarządza funduszami inwestującymi m.in. w spółki o formule REIT: Echo Polska Properties i Griffin Premium RE.

Polski rynek nieruchomości komercyjnych jest najbardziej atrakcyjnym i rozwiniętym rynkiem w Europie Środkowo-Wschodniej. Jednak obecnie nieruchomości komercyjne w Polsce są w ponad 90 proc. w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Wprowadzenie REIT byłoby skutecznym sposobem na doposażenie polskich inwestorów indywidualnych do rynku nieruchomości komercyjnych i pozyskiwania przez nich stabilnych, długoterminowych przychodów. Kreującą polską legislację dla REIT, warto zaoferować sprawdzone wzorce z dojrzałych rynków, dostosowując je do lokalnej sytuacji i praktyki rynkowej.

Powszechny w międzynarodowych jurysdykcjach wymóg upublicznienia spółek REIT oznacza przeprowadzenie pierwotnej emisji (IPO). Należy jednak mieć świadomość, że debiut giełdowy spółki typu REIT ma szansę powodzenia, o ile spółka

przedstawi inwestorom silną ofertę – tj. posiada atrakcyjne portfolio nieruchomości z długoterminowymi umowami najmu i profesjonalnym zespołem zarządzającym, co pozwala przewidzieć przyszłe dywidendy w dłuższym okresie. Dopiero na podstawie solidnego początkowego portfela można dokonywać kolejnych emisji i nabywać nieruchomości na rynku pierwotnym lub wtórnym. Powodzenie emisji Echo Polska Properties na giełdzie w Johannesburgu czy też IPO spółki Griffin Premium RE na GPW w Warszawie to właśnie efekt zaoferowania wysokiej jakości portfolio nieruchomości, co pozwoliło przewidzieć i zadeklarować inwestorom określone dywidendy i utwierdzić ich w przekonaniu, że inwestycja przyniesie oczekiwane zwroty. Warto podkreślić, że wspólnie inwestowanie przez inwestorów strategicznych i indywidualnych w istniejące, atrakcyjne nieruchomości komercyjne daje pewność, że inwestycje te będą stabilne

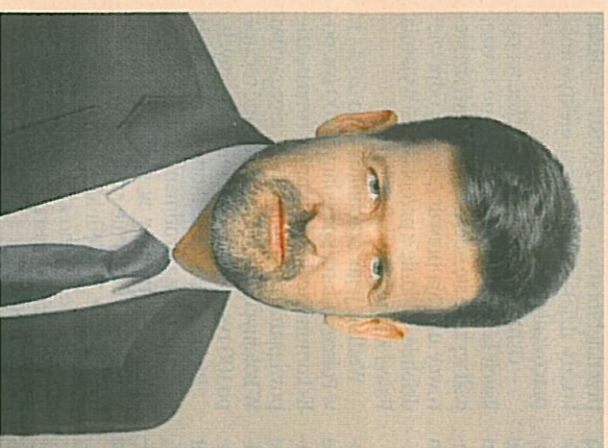
i długoterminowo korzystne, co jest podstawowym celem wprowadzenia REIT-ów w Polsce.

Abby zagwarantować dobry start polskim REIT-om i stworzyć rynek w krótkim czasie — należy zapewnić właścicią podaż właściwej klasy nieruchomości, żeby to osiągnąć, potrzebne są atrakcyjne warunki wejścia i przymiślane rozwiązania legislacyjne, które skutecznie zachęcą obecnych w Polsce dużych inwestorów nieruchomościowych do upublicznienia najlepszych aktywów. W realiach polskiego rynku trudno bowiem wskazać inną efektywną ścieżkę rozwoju rynku REIT.

Korzystne otoczenie legislacyjne pozwoliłoby na przeprowadzenie z sukcesem kilku dużych emisji, co zaowocuje pożądanym impulsem dla polskiego rynku REIT w jego wczesnej fazie rozwoju i pozwoli stworzyć warunki do jego właściwego wzrostu.

KOMENTARZ PARTNERA — KANCELARIA GREENBERG TRAURIG

Sposób na barierę kapitału



MAREK KOZACZUK
radca prawny, doradca podatkowy partner w kancelarii Greenberg Traurig

Zaletami inwestycji w szeroko pojmowane nieruchomości komercyjne (biurowce, centra handlowe, centra logistyczne, mieszkania na wynajem, hotele, ośrodki wypoczynkowe, akademiki, domy seniora itp.) są: materiałny i trwały przedmiot inwestycji, ochrona przed inflacją oraz stałość dochodów. Jako główną wadę wskazuje się konieczność dysponowania stosunkowo dużym kapitałem. To właśnie bariera kapitału w istotnym stopniu uniemożliwia mniejszym inwestorom bezpośrednie inwestowanie w nieruchomości komercyjne.

Inwestycje w papiery wartościowe podmiotów będących właścicielami nieruchomości oznaczają zazwyczaj podwójne opodatkowanie dochodów inwestora, co zmniejsza atrakcyjność inwestycji. REIT doskonale godzi pozornie sprzeczne interesy inwestorów i fiskusa. Dzięki preferencjom podatkowym REIT to wypróbowana przez ponad 50 lat forma inwestowania, łącząca atrakcyjność rynku nieruchomości i rynku papierów wartościowych. REIT zapewnia inwestorom jednorazowe opodatkowanie, tak jakby

bepośrednio inwestowali w nieruchomości, a jednocześnie gwarantuje wysoki poziom bezpieczeństwa oraz przewidywalności regularnych dochodów.

W państwach UE możliwość inwestowania w nieruchomości przez REIT uzależniona jest przede wszystkim od:

- 1) notowania akcji REIT na rynku regulowanym (giełdzie),
- 2) inwestowania przez REIT w określone rodzaje nieruchomości komercyjnych, w określonej liczbie i wartości,
- 3) obowiązkowego rozproszenia akcjonariatu REIT,
- 4) regularnej wypłaty dywidendy od określonej części zysku;
- 5) dopuszczalnego limitu zadłużenia REIT.

Szczególne kryteria są różne w różnych krajach UE, ale to właśnie one decydują o sukcesie REIT na danym rynku. Przykładem mogą tu być Francja i Hiszpania, które dostosowując swoje regulacje dotyczące REIT do aktualnych potrzeb rynku, zapewniły im spektakularny sukces.

W Polsce od wielu lat rynek nieruchomości, rynek kapitałowy oraz potencjalni inwestorzy oczekują na wprowadzenie regulacji REIT. Zgodnie z zapowiedziami Ministra Rozwoju i Finansów oczekiwania te mają spełnić się 1 stycznia 2018 r. Ostatnia treść projektu ministerstwa nie jest jeszcze znana, ale o skali sukcesu REIT w Polsce zdecyduje właśnie to, w jaki sposób ministerstwo określi szczególne kryteria tworzenia i funkcjonowania REIT.

Zakładając, że zmieniony projekt będzie nadal bazował na sprawdzonych rozwiązaniach europejskich, mam nadzieję, że przed powstaniem ostatecznej wersji ustawy autorzy projektu nadal będą z uwagą wsłuchiwać się w głosy przedstawicieli rynku nieruchomości oraz rynku kapitałowego i umiejętnie przełożą je na język prawa. Warto przypomnieć, że przed prawie dwudziestoma laty podobny proces uzgodnień i konsultacji z leasingodawcami zaowocował wypracowaniem zasad opodatkowania leasingu, które z perspektywy czasu okazały się bardzo trwałe i mało kontrowersyjne.

KOMENTARZ PARTNERA — DELOITTE

Dogonić światowy peleton



ALEKSANDER KOT
dyrektor w dziale doradztwa podatkowego Deloitte

Niedługo pojawi się kolejny projekt nowej regulacji określającej zasady funkcjonowania Spółki Ryku Wynajmu Nieruchomości (zw. REIT – Real Estate Investment Trusts). Planowane jest, by przepisy weszły w życie na początku 2018 r. Doganiamy peleton, ponieważ REIT-y istnieją już na zagranicznych rynkach od dawna.

Nieruchomości, w które mógłby inwestować polski REIT, to nie tylko klasyczna gatunka rynku nieruchomości komercyjnych tj. biurowce, centra handlowe i logistyczne. Zgodnie z założeniami nowego projektu powinny pojawić się także budynki mieszaniowe przeznaczone w całości na wynajem. Usława nie wykluczałaby także mniej typowych obiektów, jak domy studenckie, domy seniora, wynajmowane szpitale lub obiekty przemysłowe. Wykluczone byłoby natomiast projekty deweloperskie. Niezależnie od typu

nieruchomości wartość portfela powinna być istotna, by zapewnić bezpieczeństwo inwestorom. Wstępnie przyjmuje się, że wartość aktywów REIT wynosiłaby minimum 200 mln zł.

REIT ma być podmiotem gromadzącym w ofercie publicznej kapitał od inwestorów indywidualnych, z portfelowych inwestycji osób prawnych i inwestujący go w bezpieczne gotowe projekty nieruchomościowe przynoszące stały zysk z najmu, który byłby regularnie wypłacany w formie dywidendy. Prawdopodobnie REIT będzie posiadał także jednego lub kilku inwestorów strategicznych z rynku nieruchomości, którzy przyznają im w fazie początkowej animowałyby jego działalność, dostarczając pieniądze na pierwsze zakupy. REIT byłby zwołiony z podatku dochodowego, natomiast opodatkowaniu podlegałyby bezwzględnie wszelkie dystrybuje zysków do inwestorów

niezależnie od wielkości posiadanego przez nich udziału.

Za uruchomieniem polskich REIT-ów przeniawia intensywny rozwój rynku nieruchomości komercyjnych. Celem projektu jest także zwiększenie zaangażowania krajowego kapitału prywatnego na tym rynku. Obecnie niemal cały polski rynek nieruchomości komercyjnych znajduje się w rękach zagranicznych, w tym w rękach zagranicznych REIT-ów (np. największe centra handlowe w Warszawie należą do francuskiego REIT). Wprowadzenie naszej regulacji może pozwolić, by nie tylko zagraniczny, ale także polski indywidualny inwestor lub emeryt (zakłada się, że fundusze emerytalne, w jakiej by się nie osiady formie, będą znaczącymi inwestorami bezpiecznych REIT) czepał efektywny podatkowo zysk z największych polskich nieruchomości komercyjnych.