



FUNDACJA EDUKACJI
I BADAŃ NAD REITs

**Komentarz do projektu ustawy o PL-REIT-ach
(SRWN) w wersji z maja 2017.**

Warszawa, czerwiec 2017



Art. 1 i 2

Postulujemy, aby w ustawie uwzględnić procedury przekształcenia istniejących struktur typu FIZAN w spółki akcyjne, które mogłyby stać się PL-REITs.

Historycznie w Polsce powstało w Polsce kilka FIZAN-ów opartych na modelu REIT-owym (choćby FIZANy stworzone przez Capital Park i REINO), z konkretnym dobrze zdywersyfikowanym portfelem nieruchomości generujących przychody z najmu, z rozproszonym gronem inwestorów i wypłacających inwestorom regularnie dywidendę (dochód). Fundusze te mają po stu-kilkudziesięciu inwestorów indywidualnych i kilka mniejszych instytucjonalnych, którzy uwierzyli w model REIT-owy, dostają regularnie dywidendy aczkolwiek ze względu na zmiany prawa podatkowego obecnie spółki zależne tych funduszy zostały objęte CIT-em.

Art. 2.Ust. 2

Postulujemy rozszerzenie definicji nieruchomości o grunty. Z praktyki rynku, wynika, że często grunty generują przychód z najmu / dzierżawy zarówno samodzielnie (np. grunt wydzierżawiony pod stacje benzynowe, pod obiekty handlowe lub restauracje) jak i jako nieodłączne części większych projektów (parkingi do obiektów handlowych, biurowych, magazynowych) w ramach np. retail parków lub parków biurowych.

Art. 2 Ust 3

Przepis ten należałoby uściślić i tak przeformułować, żeby umożliwić nabywanie nieruchomości z istniejącym zabezpieczeniem (hipoteki, zastawy na udziałach itp.) utworzonym na potrzeby banków lub innych instytucji finansowych, które współfinansują projekt. Utrzymanie takiego zapisu oznaczałoby, że przed zakupem nieruchomości przez SRWN konieczne będzie sztuczne zwalnianie dotychczasowego finansowania. Spowoduje to poważne komplikacje i zwiększenie kosztów transakcyjnych, a nawet eliminację PL-REITs z wielu transakcji.

W praktyce biznesowej często dokonuje się transakcji zakupu nieruchomości zabezpieczonych na rzecz banków, które finansują nieruchomość z jednoczesnym przejęciem przez nabywcę zobowiązań wobec banku finansującego, lub jego refinansowaniem przez inny bank lub instytucję finansową. W momencie transakcji nabycia i spłaty banku finansującego zabezpieczenia na nieruchomości istnieją i w praktyce dopiero po spłacie otrzymuje się od banku oświadczenia o zwolnieniu zabezpieczeń, które należy wraz z odpowiednimi wnioskami złożyć we właściwych rejestrach, a faktyczne zniesienie zabezpieczeń (i często ustanowienie na ich miejsce nowych zabezpieczeń na rzecz nowych banków / instytucji) dokonuje się z w momencie dokonania wykreślenia hipotek / zastawów z ksiąg wieczystych lub rejestrów zastawów. Tak funkcjonuje rynek nieruchomości i to są standardowe procedury finansowania nieruchomości przez banki, które nowotworzone prawo powinno brać pod uwagę. W przeciwnym wypadku takie prawo spowoduje spore komplikacje w transakcjach dokonywanych z REIT-ami, co w praktyce osłabi pozycję REIT-a jako nabywcy projektów i utrudni lub uniemożliwi wręcz PL-REIT-om nabywanie atrakcyjnych nieruchomości.



Art. 3 Ust. 1

Pkt 3)

Kapitał zakładowy postulujemy zastąpić kapitalizacją lub kapitałami własnymi.

Z praktyki spółki nieruchomościowe w różny sposób układają strukturę kapitałów i często kapitał zakładowy stanowi kilka / kilkanaście procent kapitałów własnych. Wydaje się, że lepszą miarą skali i pozycji finansowej spółki używaną do wyceny mogą być Kapitały Własne (NAV) i/lub Kapitalizacja niż jedna wybrana kategoria kapitałów jak kapitał zakładowy.

Pkt 5)

Dla potrzeb tego kryterium 70% wartości bilansowej aktywów jako kwalifikowane (na równi z nieruchomościami) powinny być traktowane środki pieniężne / należności wynikające ze sprzedaży posiadanych uprzednio przez REIT (lub jego spółki zależne) i przeznaczone na nabycie lub wytworzenie nowych nieruchomości.

W praktyce można sobie wyobrazić sytuację, że PL-REIT sprzedaje nieruchomość (udziały w SPV lub innym REIT) tuż przed końcem roku z zamiarem zakupu nowej nieruchomości w nowym roku i na koniec roku przejściowo środki pieniężne i należności będą stanowiły w bilansie łącznie więcej niż 30% przez co nie byłoby spełnione kryterium 70% aktywów. Dlatego, ustawa powinna jasno definiować, że te 70% stanowią nieruchomości generujące dochód z najmu, a nie dowolne nieruchomości (nawet jeśli to wg definicji są budynki z gruntem). W skrajnym przypadku 100% mogłyby stanowić nieruchomości będące projektami deweloperskimi, które przez okres przygotowań i budowy nie generują żadnych przychodów. Należy dopuścić projekty deweloperskie, rozbudowy i przebudowy, aby REIT mógł być konkurencyjny na rynku, ale powinny one mieścić się w tym pozostałym limicie (30%).

Pkt 6)

To kryterium sugerujemy testować na poziomie skonsolidowanym i na sprawozdaniu skonsolidowanym grupy (PL-REIT).

PL-REIT jako spółka holdingowa powinien mieć możliwość finansowania swoich spółek zależnych dowolnymi formami, które oprócz instrumentów equity (udziały, akcje) powinny uwzględniać również instrumenty dłużne (pożyczki, obligacje itp.). Jest to kluczowe dla zarządzania płynnością w grupie kapitałowej. Spłata odsetek przez spółkę zależną do holdingu i / lub spłata kapitału pożyczki / wykup obligacji jest dużo łatwiejsza i bardziej elastyczna niż wypłata dywidend / udziałów zyskach. PL-REIT powinien mieć dużo większą swobodę w tym zakresie, a co za tym idzie, jednym z dochodów, które REIT uzyskiwałby od swoich spółek zależnych byłyby także odsetki. Takie odsetki od pożyczek / obligacji uzyskiwane od spółek zależnych, które uzyskują przychody z najmu powinny być również traktowane jako przychody z najmu uzyskiwane przez REIT (dla potrzeb zdefiniowanego w tym punkcie kryterium 80%) na równi z udziałami w zyskach w spółkach zależnych (jeśli ten test wykonywany byłby na poziomie jednostkowym REIT-a).



Należy więc wprowadzić nową kategorię przychodów dla PL-REITs: odsetki i kupon od udzielanych pożyczek związanych z nieruchomościami komercyjnymi. Docelowo, działalność ta nie powinna być ograniczana tylko do udzielania pożyczek spółkom zależnym z grupy PL-REITa, ale także dla wszystkich podmiotów, które prowadzą działalność związaną z projektowaniem, budową i eksploatacją nieruchomości komercyjnych. Pozwoliłoby to na utworzenie specjalnej kategorii PL-REITs, które specjalizowałyby się w finansowaniu nieruchomości komercyjnych (na wzór tzw. *mortgage REIT* w USA).

Podobnie rekomendujemy rozważenie dopuszczenia spółek komandytowych jako spółek zależnych od REIT. Taka forma prawna jest często stosowana dla spółek celowych inwestujących w nieruchomości i umożliwia łatwą dystrybucję przychodów z najmu do spółek holdingowych (REIT-ów). W związku z tym dochód z udziału w zyskach spółek komandytowych powinien również być włączony do katalogu przychodów jako przychód z najmu uzyskiwany przez REIT (dla potrzeb zdefiniowanego w tym punkcie kryterium 80%).

Pkt 8)

Kryterium 70% LTV powinno być testowane na poziomie sprawozdania skonsolidowanego grupy kapitałowej REIT a nie na poziomie sprawozdania jednostkowego spółki holdingowej REIT.

Może dojść do sytuacji, że spółki zależne jednostkowo mają 70% długu do wartości i jeszcze dodatkowo holding w aktywach ma udziały w tych spółkach i też finansuje się w 70% długiem. Pomimo takiego ogromnego zadłużenia na poziomie całej grupy kapitałowej (wkład własny tylko 30% z 30% czyli 91% skonsolidowane LTV), warunki ustawy będą spełnione.

Katalog instrumentów dłużnych należy uzupełnić o zobowiązania z tytułu leasingów i obligacji.

Pkt 9)

Obniżenie obowiązkowego poziomu wypłat obowiązkowych do poziomu 80%.

Ze względu na proponowaną wysokość wypłat obowiązkowych (90%), może on zaburzyć możliwości finansowania przez SRWN działalności operacyjnej. Biorąc pod uwagę, że w praktyce część zysku w pracujących portfelach nieruchomości przeznaczana jest corocznie na nakłady inwestycyjne związane z re-komercjalizacją (prowizje za wynajem, wykończenie powierzchni najmu pod potrzeby najemców, zachęty dla najemców), rozbudową lub przebudową powierzchni oraz część na spłatę rat kapitałowych od kredytów bankowych finansujących nieruchomości (w praktyce banki w Polsce nie oferują długu bankowego powyżej 40/50% LTV bez amortyzacji długu), wymóg przeznaczania 90% zysku na dystrybucję jest naszym zdaniem za wysoki. Postulujemy zmniejszenie tego wymogu do 80%, żeby dać REIT-om przestrzeń na dodatkowe nakłady inwestycyjne, które w praktyce z czasem staną się niezbędne, żeby utrzymać konkurencyjność portfeli nieruchomości, na spłatę rat kapitałowych kredytów jak również na ewentualny margines bezpieczeństwa (rezerwy). W przeciwnym wypadku, w razie takiej konieczności, PL-REIT-y, które nie będą w stanie



akumulować żadnej gotówki, żeby utrzymać konkurencyjność swoich projektów będą musiały za każdym razem zwracać się po nowy kapitał do inwestorów. Ponadto przy tak wysokich progach SRWN będzie mógł inwestować w nowe budynki tylko i wyłącznie poprzez emisje nowych akcji. Wydaje się, że możliwość rozwoju oparta częściowo o zyski z najmu była by wskazana.

Proponujemy także rozważenie odliczania od powyższego zysku rat kapitałowych od kredytów bankowych oraz kwot przeznaczone na nakłady inwestycyjne mające na celu utrzymanie budynków oraz pokrycie kosztów ich ponownego wynajęcia poprzez inwestycje m.in. w tzw. fit-outy dla najemców.

Art. 5

Należałoby przewidzieć również procedurę konwersji dla istniejących spółek publicznych, które nie muszą sporządzać prospektu emisyjnego, gdyż nie robią oferty publicznej ani nowej emisji akcji przy okazji ubiegania się o otrzymanie statusu REIT i ich akcje funkcjonują w obrocie giełdowym. Postulujemy aby w takich przypadkach wystarczał sam wniosek do KNF o wpis do rejestru SWRN i o otrzymaniu statusu SWRN decydował moment wpisu do rejestru przez KNF. Spółki też powinny mieć możliwość dobrowolnej rezygnacji ze statusu REIT i złożenia wniosku o wykreślenie z rejestru przez KSH.

Co do zasady ważne jest precyzyjne zdefiniowanie momentu w którym spółka uzyskuje i traci status SWRN. Wg obecnego projektu nie jest jednoznaczne kiedy spółka taki traci status. Można domniemywać, że z chwilą wykreślenia z rejestru KNF, ale zapis taki musi być precyzyjny. Należałoby tę procedurę również skoordynować ze zmianami firmy (dodaniem lub wykreśleniem dodatku SRWN z nazwy) (por uwagi do art. 8 poniżej).

Art. 7

Postulujemy przewidzenie 90-dniowego / kwartalnego okresu naprawczego dla sytuacji, w których spółka przestała (być może przejściowo, akurat na datę sprawozdania rocznego) spełniać wymagania a w dialogu z KNF jest w stanie wykazać, że takie wymagania ponownie jest w stanie spełnić w zdefiniowanym czasie. Spółka byłaby wówczas zobowiązana do zawiadomienia KNF i opisanie działań zmierzających do przywrócenia statusu w okresie 90 dni / kwartału. KNF podejmowałby decyzję o uznaniu tych działań i warunkowym utrzymaniu statusu SWRN.

Art. 8 w powiązaniu z Art. 14

Przepisy te powinny przewidywać uproszczony tryb zmiany firmy.

Obecna procedura KSH w celu zmiany firmy, dodania oznaczenia swrn lub jego usunięcia, wymaga zmiany statutu spółki. Zmiana statutu spółki może nastąpić kwalfikowaną większością głosów na posiedzeniu WZA, które należy zwołać z odpowiednim wyprzedzeniem. Zmieniony przez WZA statut podlega rejestracji w KRS. Procedura ta jest długotrwała i uniemożliwia zarządowi reagowanie przez co **naraża zarząd na odpowiedzialność karną zgodnie z Art. 14. przez cały okres od uzyskania statusu REIT (wpisu w KNF) do rejestracji zmian statutu (wpis w KRS) oraz od utraty statusu REIT**



do rejestracji zmian statutu w KRS. Alternatywnie ustawa o REIT może wprowadzać obowiązek umieszczania dopisku SRWN przy nazwie spółki, ale bez konieczności faktycznej zmiany firmy w statucie, co umożliwiłoby szybkie reagowanie i pominięcie długotrwałej procedury związanej ze zmianą w statucie i rejestracją zmian w KRS.

Obecny projekt ustawy nie przewiduje możliwości konwersji w SRWN już notowanych spółek, mimo, że mogą one przecież spełniać wymogi ustawy. Może to opóźnić sukces projekty ze względu na fakt, że spółki będą czekały na notowania do uchwalenia ustawy.

Art. 9 Ust 4

Postulujemy wykreślenie tego artykułu.

Można rozważyć zmianę na wymóg zatrudnienia rzeczoznawcy. Z naszej praktyki nie widzimy powodu do wprowadzania takiego wymogu. Nie ma żadnej gwarancji, że osoba mająca licencję na wycenę nieruchomości będzie dobrym zarządzającym. Kluczowe i wystarczające są moim zdaniem wymagania określone w ustępie 1-3.

Wydaje się, że narzucanie trzy osobowego zarządu jest sztuczny wymogiem, nieuzasadnionym organizacyjnie ani ochroną interesów akcjonariuszy. Podraża to niepotrzebnie koszty funkcjonowania i komplikuje zasady zarządzania. Standardem rynkowym jest zarząd dwu osobowy składający się z Prezesa oraz Dyrektora Finansowego. Liczba członków zarządu powinna być w gestii rad nadzorczych i WZA PL-REITs a nie ustawodawcy.

Art. 2 Ust 1

Warto doprecyzować co jest intencją ustawodawcy, oraz dodatkowo dopuścić możliwość otrzymania statusu PL-REIT dla spółek z siedzibą zagranicą, które mają polskie zarządy.

Art. 9 Ust 5

W naszym przekonaniu kluczowa jest kontrola nad spółkami zależnymi i nieruchomościami posiadanymi przez te spółki sprawowana przez zarząd holdingu (PL-REIT). Nie ma dodatkowej potrzeby powielania wymogów dotyczących zarządów w spółkach zależnych, które w praktyce są skutecznie kontrolowane (poprzez odpowiednie wymogi umów spółek zależnych) przez holding.

Art. 12. Ust 1

Rekomendujemy rozważenie dopuszczenia spółek komandytowych jako spółek zależnych od REIT. Taka forma prawna jest często stosowana dla spółek celowych inwestujących w nieruchomości i umożliwia łatwą dystrybucję przychodów z najmu do spółek holdingowych (PL-REITs). Spółki takie też łatwo mogą być zasilane gotówką przez wspólnika. Jak największa elastyczność w zarządzaniu płynnością i przepływami środków pieniężnych między spółkami grupy kapitałowej REIT-a jest kluczowa dla zdolności REIT do wypłaty dywidend swoim akcjonariuszom.



Rekomendujemy również umożliwienie tworzenia struktur piętrowych REIT:

REIT - spółka zależna1- spółka zależna2.

Spółka zależna powinna mieć możliwość posiadania udziałów innej spółki zależnej (czyli REIT pośrednio lub bezpośrednio posiada udziały w spółkach zależnych).

Postulujemy zmniejszenie wymogu posiadania 95% w spółkach zależnych i wprowadzenie w zamian wymogu posiadania kontroli lub współ-kontroli (w rozumieniu MSSF). Takie rozwiązanie umożliwiłoby REIT-om tworzenie *joint - ventures* (JV) z innymi partnerami biznesowymi i korzystanie z benefitów które są nieodłączną cechą takich struktur (jak współdzielenie ryzyka, możliwość realizacji / posiadania większych projektów, które są poza zasięgiem pojedynczej spółki, współinwestowanie z innymi doświadczonymi partnerami branżowymi i korzystanie z synergii i łączenia kompetencji itp). W praktyce biznesowej wiele projektów (np. Galeria Mokotów, Metropolitan, Rondo One) było w posiadaniu JV dwóch inwestorów.

Pkt 3)

Kluczowe jest aby ten parametr kontrolować na poziomie skonsolidowanym.

Na poziomie spółek zależnych z zadłużenia liczonego dla celów spełnienia kryterium 70% LTV nie powinno się uwzględniać żadnych instrumentów dłużnych (pożyczek, obligacji) udzielonych przez udziałowca (wewnątrzgrupowych). Można pilnować poziom zadłużenia również na poziomie spółki zależnej ale powinno się brać pod uwagę wyłącznie zewnętrzne zobowiązania kredytowe, leasingowe, pożyczki i obligacje od podmiotów zewnętrznych wobec grupy kapitałowej (wszystkie wewnątrzgrupowe pożyczki należy traktować jako *equity*, gdyż takie wewnątrzgrupowe pożyczki podlegają wyłączeniu w ramach konsolidacji sprawozdań grupy i tym samym nie zwiększają skonsolidowanego zadłużenia grupy).

Pkt 4)

Taki wymóg powinien być na poziomie PL-REIT-a ale nie na poziomie spółek zależnych, które powinny mieć jak największą elastyczność w zarządzaniu płynnością finansowa i dystrybuowaniu dochodów do holdingu w dowolnej możliwej formie.

Wymóg dystrybuowania 90% zysku w postaci dywidend przy ograniczeniach jakie definiuje KSH dotyczących możliwości i procedur dotyczących wypłat dywidend wbrew pozorom utrudni i opóźni właściwą wypłatę dywidend przez REIT (jeśli spółka zależna osiągnie zysk w roku 1, będzie on mógł zostać wypłacony po zatwierdzeniu sprawozdań i podziale zysku w roku 2 i wtedy będzie dopiero dochodem w PL-REIT, a on sam może wykazać go w sprawozdaniu za rok 2 i wypłaci swoim akcjonariuszom dopiero w roku 3).

Dużo elastyczniejszą formą jest spłata przez spółkę zależną odsetek od pożyczek, obligacji kiedy to spółka zależna może tego dokonać w dowolnym momencie (w roku 1) i wtedy staną się one dochodem PL-REIT-a podlegającym wypłacie w formie dywidendy do inwestorów w tym samym roku. Spółki zależne mogą też spłacać kapitał pożyczek lub obligacji do holdingu lub dokonywać odkupu udziałów i umorzeń czy obniżenia kapitału i w ten sposób zasilać PL-REIT w środki niezbędne na wypłatę dywidend inwestorom. Wszystkie formy dystrybucji do PL-REIT od spółek zależnych powinny być traktowane na równi z przychodem z najmu dla celów testu kryterium „80% przychodów”.



Taka elastycznosc w zarzadzaniu płynnością i przepływami finansowymi w grupie kapitałowej jest kluczowa dla zdolności PL-REIT do wypłaty dywidend swoim inwestorom.

Art. 12 Ust 2.

Postulujemy ujednoczenie momentów wykonywania testów tych kryteriów na koniec roku zarówno dla PL-REIT-ów jak i spółek zależnych – czyli w Art. 12 wprowadzenie zasad zdefiniowanych w Art. 4.

Art. 14

Patrz również komentarz do Art. 8

Rekomendujemy eliminację konieczności zmiany firmy (nazwy) lub skoordynowanie terminów i trybu zmiany firmy (nazwy) z momentem nadania i ustania statusu PL-REIT-a poprzez takie zaprojektowanie procedur, żeby nie narażać zarządów na surowe sankcje karne bez formalnej i praktycznej możliwości zmiany firmy w momencie nadania lub utraty statusu REIT. Jeśli to możliwe bez zmiany firmy w statucie, należałoby nadać prawo i obowiązek posługiwania się „dodatkiem” do firmy od momentu wpisu przez KNF do rejestru REIT-ów (lub dopuszczenia akcji do obrotu cokolwiek będzie miało zastosowanie w danym przypadku jako moment uzyskania statusu REIT) do momentu wykreślenia z rejestru REIT-ów w KNF.

O ile łatwiej jest wycofać z obiegu materiały marketingowe to o tyle zmiana firmy w statucie i rejestracja zmian statutu w KRS zajmuje co najmniej kilka tygodni (jeśli nie kilka miesięcy).

Art. 16

Pkt 5) a)

W punkcie 56) c) poszerzyć katalog o odsetki od pożyczek otrzymane przez PL- REIT od spółek zależnych – patrz komentarz do Art. 3 Ust. 1 pkt 6) oraz Art. 12. Ust 1 Pkt 4) powyżej

Pkt 5) b)

W ust 12.1.c) podobnie poszerzyć katalog o odsetki otrzymane przez PL-REIT od spółek zależnych

W ust 13 odpowiednio poszerzyć katalog o odsetki otrzymane przez PL-REIT od spółek zależnych

W ust 17 odpowiednio uwzględnić odsetki (oraz kupon od obligacji).

Nieregulowana w ustawie kwestia relacji: zysk księgowy – zysk gotówkowy – wypłata dywidendy

Bardzo istotnym a nierozwiązanym w dalszym ciągu w tym projekcie ustawy zagadnieniem jest odnoszenie się do zysku księgowego przy formułowaniu obowiązku wypłat dywidendy.

W odróżnieniu od innych jurysdykcji i rynków nieruchomości, w których czynsze najmu są wyrażane w tej samej walucie w jakiej są sporządzane sprawozdania finansowe, polskie spółki nieruchomościowe sporządzające sprawozdania w PLN podpisują umowy najmu w



EUR - taki jest bowiem standard na polskim rynku nieruchomości komercyjnych, w związku z tym wartość ich nieruchomości inwestycyjnych jest poddana dużej zmienności w związku ze zmianami kursu EUR. Do pewnego stopnia te zmiany są bilansowane przez zmiany wyceny kredytów bankowych finansujących nieruchomości również wyrażonych w EUR. Nie zmienia to faktu, że zysk księgowy podlega dużej zmienności ze względu na wahania kursu EUR. Może to prowadzić do sytuacji, że PL-REIT, pomimo iż generuje stabilny dochód z najmu, będzie wykazywał:

- straty netto – kiedy PLN będzie się wzmacniał wobec EUR – i w związku z tym nie będzie miał zdolności dywidendowej w rozumieniu KSH lub
- zyski netto – kiedy PLN się mocno osłabi – i będzie wtedy zobowiązany do wypłaty 90% takiego dużego zysku, ale nie będzie miał odpowiedniej płynnościowej do zrealizowania swojego zobowiązania.

W związku z tym postulujemy odniesienie obowiązkowej wypłaty dywidendy **do wygenerowanego FFO (*funds from operations*) wg definicji np. EPRA, będącego przybliżeniem zysku gotówkowego powiększonego o zyski ze sprzedaży nieruchomości lub udziałów w spółkach zależnych.** W ten sposób odniesiemy się do stabilnych przepływów pieniężnych netto generowanych z najmu nieruchomości (NOI) pomniejszonych o koszty zarządu (SG&A) i koszty finansowe eliminując wpływ na wynik czynników niegotówkowych tj. niezrealizowane różnice kursowe z wyceny aktywów i zobowiązań, wahania wyceny wartości nieruchomości, rozliczane w czasie nakłady na tzw. fit-outy, rozliczane w czasie koszty marketingu czy zachęty dla najemców (okresy wakacji czynszowych *rent free*, kontrybucje finansowe itp.). Rozwiąże to problem braku wystarczających środków na wypłatę dywidendy w przypadku wysokiego niegotówkowego księgowego zysku netto w rozumieniu KSH.

W sytuacji natomiast wystąpienia księgowej straty netto wywołanej w/w czynnikami pomimo dodatniego wyniku FFO, aby umożliwić REIT-owi wypłatę dywidendy do akcjonariuszy należałoby przewidzieć modyfikację przepisów KSH regulujących wypłatę dywidend w zakresie w jakim stosowałyby się do SRWN – wypłata dywidendy dla akcjonariuszy pomimo księgowej straty netto. (Wg obecnych przepisów KSH spółka taka nie ma zdolności dywidendowej pomimo uzyskiwanych dochodów z najmu i generowania wolnych przepływów gotówkowych (*free cash flow*)).

Nieprecyzyjne zapisy dotyczące opodatkowania niewypłaconego zysku

Projekt ustawy nie stanowi jasno jak opodatkowany jest niewypłacony zysk tzn. czy używana jest stawka 8.5% czy 19%.

Brak ograniczeń możliwości prowadzenia działalności deweloperskiej przez PL-REITs.

Przepisy w obecnym brzemieniu de-facto pozwalają na objęcie SRWN działalności deweloperskiej bez żadnych aktywów generujących przychód. Zgodnie z art. 3 pkt 6 co



najmniej 80% przychodów SRWN musi pochodzić ze sprzedaży lub najmu. Jednak SRWN może nie mieć przychodów w ogóle, czyli prowadzić działalność strictly deweloperska i sprzedawać budynki po roku działalności. Wydaje się, że warto dodać obowiązek generowania przychodów z najmu od początku posiadania nieruchomości przez SRWN.

Ograniczenie aktywności i inwestycji PL-REITs w fazie deweloperskiej (np. do 25% wartości aktywów ogółem) obniży ryzyko sektora i podwyższy bezpieczeństwo inwestycji dla inwestorów a w dłuższej perspektywie podniesie zaufanie dla PL-REITs.

Należy wspomnieć, że w większości istniejących systemów REITs na świecie wprowadzono ograniczenia związane z fazą deweloperską.

Warto byłoby także doprecyzować, że nieruchomości stanowiące wartość bilansową SRWN są nieruchomościami generującymi przychód.

Brak opisu procedury rezygnacji ze statusu SRWN.

Projekt ustawy nie przewiduje procedury rezygnacji samodzielnej ze statusu SRWN a jednocześnie kontynuowania notowań. Powinna istnieć taka możliwość. Ustawa w art. 7 przewiduje jako podstawy wykreślenia spółki z rejestru: (i) ogłoszenie upadłości; (ii) wycofanie lub wykluczenie z obrotu na rynku regulowanym, oraz (iii) zaprzestanie wykonywania działalności, której źródłem są przychody z najmu.

Niezależność Rady Nadzorczej

W ustawie, w odniesieniu do regulacji dotyczących rad nadzorczych dla PL-REITs nie ma obowiązku obsadzania niezależnych członków RN. Warto byłoby wprowadzić wymóg co najmniej jednego niezależnego członka RN. W innym wypadku pozostaje poleganie na regulacjach giełdowych, co niekoniecznie jest błędem. Taki wymóg mógłby zwiększyć transparentność SRWN, podniósł by dostęp do informacji, a tym samym w konsekwencji zwiększył by bezpieczeństwo inwestorów i zainteresowanie sektorem.

Wprowadzenie obowiązku zmiany audytora i rzeczoznawcy co trzy lata.

Przyczyni się do zwiększenia transparentności i bezpieczeństwa inwestorów.