INNOWACJE NA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Renata Papież
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

REŻIM PRAWNO-INSTYTUCJONALNY REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT) W KRAJACH UNII EUROPEJSKIEJ

Wstęp

Amerykański rynek finansowy dostarcza Europie wielu inspiracji w zakresie rozwiązań instytucjonalnych i innowacyjności instrumentów finansowych. Jedną z nich jest Real Estate Investment Trust (dalej REIT), stanowiący twórczo modyfikowany wzorzec, który jest kolejno aplikowany w krajach europejskich. Przesłanki stworzenia REIT w latach 60. XX w. w USA są tożsame z przesłankami, które skłoniły państwa europejskie do indywidualnego wprowadzenia rozwiązań legislacyjnych pozwalających mu funkcjonować. Otóż, amerykański REIT pozwolił indywidualnym inwestorom przełamać barierę dostępności inwestowania na kapitałochłonnym rynku nieruchomości. Kupując akcje lub udziały w REIT, inwestor indywidualny ma możliwość niskokapitałowej i krótkoterminowej ekspozycji na rynku nieruchomości, co bez udziału REIT byłoby wykluczone. I tu następuje sprzężenie zwrotne: wykluczenie bariery kapitałowej zwiększa strumień inwestycji w sektorze nieruchomości, przyczyniając się do zwiększenia tempa rozwoju tego sektora, przyrostu liczby i kapitalizacji REIT, jeszcze większego obniżenia bariery dostępności oraz wzrostu płynności udziałów w REIT.

Oczekiwania europejskich inwestorów na rynku nieruchomości, wobec nowo powstających w Europie REIT, są analogiczne. Struktura REIT ma otworzyć rynek nieruchomości na inwestycje podmiotów, których oczekiwania nie zaspokoiły nieruchomościowe zamknięte fundusze inwestycyjne. Fundusze UCITS pozwalają na niskokapitałowe inwestycje ale, niestety, stopień ich płynności jest dalece niesatysfakcjonujący. Oczekuje się także, że niski współczynnik korelacji z innymi rodzajami aktywów spowoduje, iż REIT pozwoli inwestorom na skuteczną dywersyfikację portfela inwestycji. Niestety, pojawia się na horyzoncie wiele determinant, które skutecznie mogą ograniczyć ekspansję REIT w Europie. Przedmiotem niniej-

szego opracowania będzie głównie analiza czynników prawno-instytucjonalnych, przy założeniu, że niepewność rozwoju sytuacji na rynkach finansowych dodatkowo opóźni podejmowanie decyzji sprzyjających rozwojowi REIT w Europie.

1. *Equitization vs securitization*

Punktem wyjścia w omówieniu zasad funkcjonowania REIT jest istota Grantor Trust – modelu pośrednictwa na amerykańskim rynku finansowym. Mianem Grantor Trust nieformalnie określa się legalnych, biernych (nieangażujących własnego majątku) pośredników, oferujących inwestorom papiery wartościowe, zabezpieczone na aktywach nie będących składnikami ich majątku. Ich obecność, a zarazem istota ich pośrednictwa, sprowadza się głównie do przełożenia (*pass-through)* finansowych efektów działania na uczestników danego przedsięwzięcia. Rodzaj aktywów stanowiący zabezpieczenie kreowanych przez Grantor Trust instrumentów finansowych oferowanych inwestorom jest dowolny, stąd duża ich różnorodność. Forma organizacyjno-prawna również jest zróżnicowana; w zależności od zakresu działania i stopnia restrykcyjności regulacji prawnych – dopuszczalna jest bardzo liberalna forma stowarzyszenia, aż po obciążony znaczącymi formalnymi ograniczeniami trust. Grantor Trust jest często określany mianem wehikułu inwestycyjnego. Jest to ogólne określenie podmiotów-pośredników biorących udział w procesie inwestycyjnym, nieangażujących w ten proces własnego majątku. Powszechnie znanym w Polsce wehikułem inwestycyjnym jest spółka celowa (SPV – *specialpPurpose vehicle*), występująca w procesie sekurytyzacji. Nie należy jednak utożsamiać tych dwóch rodzajów wehikułów ze sobą, gdyż funkcjonują one w dwóch różnych procesach. Sekurytyzacja pozwala – a dokładniej obecność w tym procesie spółki celowej – odseparować majątek aranżera – od roszczeń nabywców wyemitowanych przez SPV papierów dłużnych. Natomiast Grantour Trust – wręcz odwrotnie – umożliwia za pośrednictwem udziałowych papierów wartościowych partycypowanie w korzyściach generowanych przez gromadzony przez niego majątek. Na rynku amerykańskim – w odniesieniu do tej struktury – używane jest pojęcie *equitization,* zazwyczaj oznaczające proces, w którym wykreowane udziałowe papiery wartościowe mają pokrycie w aktywach materialnych (np. nieruchomościach) i stanowią zarazem dowód współwłasności i czerpania korzyści z tego majątku. Określenie sekurytyzacja jako spolszczenie angielskiego *securitization* na stałe zagościło w praktyce rynku finansowego, zatem należy oczekiwać, że wraz z próbami budowy pierwszego w Polsce REIT jako Grantor Trust pojawią się próby spolszczenia *equitization.*

Zasadniczą przesłanką tworzenia Grantor Trust zawsze są dodatkowe korzyści wynikające z jego obecności w procesie inwestycyjnym. Mogą one mieć zróżnicowany charakter, jednakże najczęstszą przewagą konkurencyjną, jaką daje Grantor

Trust jest to, że osiągnięty przez niego w ramach działalności inwestycyjnej zysk nie jest opodatkowany na poziomie korporacyjnym. Zysk ten dopiero po jego podzieleniu między inwestorów – w formie dywidendy z tytułu posiadanych udziałów lub akcji – podlega indywidualnemu opodatkowaniu podatkiem dochodowym.

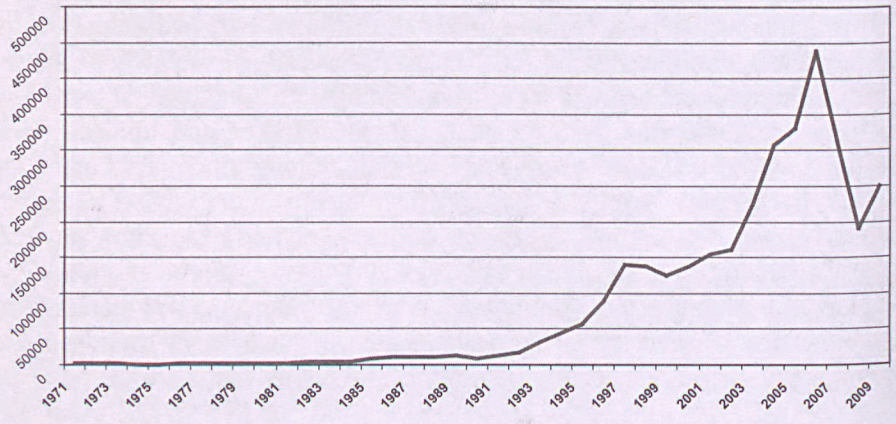
Dywidenda w działalności Grantor Trust jest one kluczową kategorią. Jest instrumentem przenoszenia korzyści, ale równocześnie w wielu porządkach prawnych może ograniczać status prawny spółek mogących mieć charakter Grantor Trust, gdyż jednoznacznie wskazuje na udziałowy charakter podejmowanej przez inwestora inwestycji, z której czerpie on korzyści. Innym istotnym czynnikiem jest swoboda zbycia prawa do dywidendy, czyli instrumentu finansowego, który uprawnia do jej otrzymania. Oczywiście, znacznie większą płynnością niż imienny udział w spółce charakteryzuje się akcja na okaziciela mogąca być przedmiotem obrotu na rynku publicznym. Zatem dominującymi na amerykańskim rynku finansowym są Grantor Trust w formie spółek akcyjnych, z którymi nie należy ich jednoznacznie utożsamiać, gdyż jest to najczęstsza struktura, ale nie jedyna.

2. Model US REIT

Ewolucja REIT w USA rozpoczęła się w 1960 r. Kongres USA – na mocy The Real Estate Investment Trust Act – ustanowił ramy prawne pozwalające budować strukturę REIT, aby przede wszystkim umożliwić indywidualnym inwestorom aktywność na rynku nieruchomości na szeroką skalę. Stąd zasadniczym celem działalności REIT jest dostarczanie indywidualnym inwestorom – akcjonariuszom, udziałowcom – zysku w perspektywie długoterminowej. Budowa REIT była przewidziana jako Grantor Trust z jego podstawowymi atrybutami, a w szczególności z wykorzystaniem przewagi konkurencyjnej, którą daje eliminacja opodatkowania na poziomie korporacyjnym (Graff 2001). Regulacje prawne konstytuujące REIT były wielokrotnie nowelizowane, jednakże zmiany wprowadzone w latach 90. XX w. najmocniej wpłynęły na dynamikę jego rozwoju (Edwards 1999):

- 1993 r. – The Revenue Reconciliation Act – inwestorzy instytucjonalni, np. fundusze emerytalne, traktowani dotychczas jako udziałowcy indywidualni, uzyskali status udziałowców grupowych. REIT, które charakteryzowały się niską kapitalizacją i podlegały regule „pięć lub mniej" – oznaczającej, że pięciu lub mniej inwestorów nie mogło być w posiadaniu więcej niż 50% udziałów – otrzymały tym samym szansę na gwałtowny dopływ kapitału;
- 1997 r. – REIT Modernization Act – REIT mogły świadczyć dodatkowe usługi związane z rynkiem nieruchomości poprzez spółki zależne, przy czym działalność ta podlegała pełnemu opodatkowaniu. Dodatkowo obniżono poziom dywidendy z 95 do 90% dochodów z działalności zwolnionej z podatku. Zmiany te umocniły konkurencyjną pozycję REIT na rynku nieruchomości.

Wykres na rysunku 1, przedstawiający kapitalizację REIT znajdujących się w obrocie publicznym, pozwala zaobserwować istotną dynamikę przyrostu aktywów, szczególnie po nowelizacji z 1993 r.



Rysunek 1. Zagregowana rynkowa wartość aktywów REIT w obrocie publicznym na: New York Stock Exchange, American Stock Exchange oraz NASDAQ National Market List (w mln USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trusts, REIT W-atch.

Bez względu na funkcjonalny charakter działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości, aby osiągnąć status REIT – a co za tym idzie czerpać korzyści z przewagi konkurencyjnej osiąganej jako jednostka zwolniona z podatku dochodowego od osób prawnych – amerykańskie regulacje prawne przewidują kilka zasadniczych ograniczeń dla tej struktury. Poddanie się reżimowi prawnemu polega na akceptacji następujących zasad (PWC 2009a):

- REIT może funkcjonować jako trust, korporacja lub stowarzyszenie opodatkowane jak korporacja,
- podmiot jest kierowany przez zarząd lub radę powierniczą,
- podmiot musi mieć minimum 100 udziałowców, przy czym maksymalnie pięciu indywidualnych udziałowców nie może posiadać więcej niż 50% udziałów REIT w ostatnim półroczu roku podatkowego,
- udziały muszą być w pełni zbywalne,
- przynajmniej 75% aktywów REIT musi być zainwestowane w nieruchomości;
- przynajmniej 75% przychodów REIT musi pochodzić z najmu, sprzedaży nieruchomości lub odsetek z tytułu kredytów/pożyczek hipotecznych,
- nie więcej niż 20% aktywów może być zaangażowanych w podmiotach powiązanych z REIT (podmiotach zależnych, których działalność podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych),
- minimum 90% zysku podlega wypłacie akcjonariuszom/udziałowcom w formie dywidendy.

Na rynku amerykańskim REIT mogą funkcjonować w formie spółek notowanych (*publicity traded*) lub nienotowanych (*non-exchange traded*) na giełdzie papierów wartościowych (NAREIT, *Characteristics)*. W obu przypadkach podmioty podlegają nadzorowi US Securities and Exchange Commission (SEC – Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd). Udziały REIT niedopuszczonych do obrotu giełdowego można nabyć w drodze oferty, przy czym minimalny próg inwestycji waha się w granicach 1000–2500 USD. Ustawodawca amerykański dopuszcza również działalność prywatnych REIT, które są wyłączone spod nadzoru SEC. W tym przypadku minimalny poziom inwestycji to z reguły od 1000 do 25 000 USD.

Pomimo różnorodności obowiązujących w Europie regulacji prawnych, gdyż każdy kraj wprowadził rodzimą wersję REIT, można znaleźć wspólny wymiar tej struktury, znacząco tożsamy z koncepcją OECD (OECD 2007). Stanowi ona, że REIT funkcjonujący w formie prawnej spółki, trustu lub porozumienia umownego/powierniczego powinien koncentrować swą aktywność na długoterminowych inwestycjach na rynku nieruchomości, a to z kolei powinno stanowić zarazem zasadnicze źródło jego dochodów. Immanentną cechą REIT jest zniesienie podwójnego opodatkowania – brak opodatkowania na poziomie korporacyjnym[1], a także to, że znaczna część zysku powinna podlegać stałej wypłacie udziałowcom w postaci dywidendy. Obowiązek podatkowy pojawia się na poziomie inwestora, który jest zobowiązany do zapłaty podatku od zysków kapitałowych.

W Europie najwcześniej – bo już w 1969 r. – regulacje prawne pozwalające konstytuować strukturę REIT pojawiły się w Holandii (FBI – Fiscale Beleggingsinstelling). Chronologicznie struktury REIT pojawiały się w prawodawstwie następujących krajów europejskich (PWC 2009a):

- Belgia (SICAFI – Société d'investissement Immobilière à Capital Fixe), 1995 r.;
- Grecja (występują dwie formy: REICs – Real Estate Investment Companies oraz REMFs – Real Estate Mutual Funds), 1999 r.;
- Bułgaria (BG-REIT), 2003 r.;
- Francja (SIIC – Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées), 2003 r.;
- Wielka Brytania (UK-REIT), 2007 r.;
- Niemcy (G-REIT), 2007 r.;
- Włochy (SIIQ – Società di Investimento Immobiliare Quotata), 2007 r.;
- Hiszpania (SOCIMI – Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), 2009 r.;
- Turcja (REIC - Real Estate Investment Company) 2009.

[1] Wyjątkiem jest Hiszpania, gdzie nie zniesiono całkowicie podatku na poziomie korporacyjnym, a jedynie go obniżono dla podniesienia konkurencyjności SOCIMI. Podstawowa stawka podatkowa CIT wynosi 30%, natomiast poddanie się reżimowi SOCIMI uprawnia do zastosowania stawki 18%.

Holenderskie regulacje prawne, które były wielokrotnie nowelizowane, pozwalają na funkcjonowanie struktury REIT najbardziej zbliżonej do amerykańskiego wzorca. Decyduje o tym znaczący liberalizm przyjętych rozwiązań oraz wieloletnie doświadczenie, w porównaniu z pozostałymi krajami europejskimi. W większości krajów Unii Europejskiej spółki REIT podlegają obowiązkowi wprowadzenia do obrotu publicznego, co znacznie ogranicza swobodę kreowania. Holandia jest wyjątkiem, gdyż REIT (FBI) mogą działać zarówno w formie publicznej, jak i prywatnej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a także otwartego funduszu inwestycyjnego. Dopuszczalne jest także ubieganie się o status holenderskiego REIT (FBI) przez zagraniczne podmioty gospodarcze posiadające zbliżoną formę prawną. Pozwala to szczególnie belgijskim podmiotom ekspansywnie operować na holenderskim rynku nieruchomości (PWC 2009b). Holenderski ustawodawca rozważa dalszą liberalizację przepisów dla poprawy konkurencyjności FBI, gdyż szczególne zagrożenie dostrzeżono w konkurencji ze strony funduszy rejestrowanych w Luksemburgu (Delcourt i Lam 2009). Tabela 1 zawiera syntetyczne porównanie w zakresie podstawowych wymogów lub ograniczeń obowiązujących struktury REIT w krajach europejskich o największym potencjale rozwoju rynku.

Tabela 1. Porównanie reżimu prawnego REIT w wybranych krajach europejskich

Kraj	Forma prawna	Struktura aktywów	Struktura przychodów/ dochodów
Wielka Brytania	REIT musi być spółką rezydentem podatkowym na terenie Wlk. Brytanii, notowaną na giełdzie.	Co najmniej 75% majątku brutto muszą stanowić nieruchomości położone w Wlk. Brytanii lub za granicą. Wartość pojedynczej nieruchomości nie może przekraczać 40% wartości majątku REIT.	Co najmniej 75% dochodów brutto musi pochodzić z najmu lub sprzedaży nieruchomości.
Holandia	Spółka z o.o. lub fundusz; nie ma obowiązku notowania na giełdzie.	Aktywa REIT powinny być związane z inwestycjami w nieruchomości.	Przychody powinny w większości pochodzić z działalności kwalifikowanej – z pasywnych inwestycji w nieruchomości.
Niemcy	Spółka akcyjna z siedzibą w Niemczech, kapitał zakładowy minimum 15 mln €.	Co najmniej 75% aktywów brutto związanych z nieruchomościami.	Co najmniej 75% dochodów brutto musi pochodzić z najmu lub sprzedaży nieruchomości. REIT nie może sprzedać w ciągu 5 lat więcej niż 50% wartości rynkowej posiadanych nieruchomości.

Kraj	Forma prawna	Struktura aktywów	Struktura przychodów/ dochodów
Włochy	Spółka akcyjna, rezydent na terenie Włoch.	Co najmniej 80% aktywów brutto związanych z nieruchomościami.	Co najmniej 80% przychodów musi pochodzić z działalności kwalifikowanej.
Francja	Spółka akcyjna z siedzibą we Francji, notowana na giełdzie we Francji. Kapitał zakładowy minimum 15 mln €	Co najmniej 75% aktywów brutto związanych z inwestycjami w nieruchomości.	Co najmniej 75% przychodów z działalności kwalifikowanej. Do 20% przychodów może pochodzić z działalności niekwalifikowanej (np. z rozbudowy obiektów).
Belgia	Spółka z o.o. lub komandytowo-akcyjna, minimalny kapitał zakładowy 1,25 mln €	Aktywa może stanowić tylko „mienie nieruchome". Udział pojedynczej inwestycji nie może przekraczać 20% portfela.	Większość przychodów powinna pochodzić z pasywnych inwestycji w nieruchomości.

Kraj	Obowiązek podatkowy	Dywidenda	Struktura udziałowców
Wielka Brytania	Zwolnienie z podatku w odniesieniu do dochodów z nieruchomości. Przekształcenie spółki w REIT jest opodatkowane w wysokości 2% wartości posiadanych nieruchomości.	Co najmniej 90% zysku wypłacane w postaci dywidendy. Zyski kapitałowe są wyłączone z obowiązku wypłaty dywidendy.	Udział pojedynczego inwestora jest ograniczony do maksymalnie 10% akcji / udziałów.
Holandia	Działalność kwalifikowana jest zwolniona z podatku dochodowego.	100% zysku wypłacane w postaci dywidendy, z wyjątkiem zysku z tytułu sprzedaży nieruchomości, który może być reinwestowany.	Pojedynczy inwestor nie może posiadać więcej niż 45% udziałów; inwestorzy indywidualni nie mogą przekraczać 25% udziałów. Co najmniej 75% udziałów powinno być w posiadaniu inwestorów indywidualnych lub innych FBI.
Niemcy	REIT jest zwolniony z podatku w odniesieniu do dochodów z nieruchomości.	90% wszystkich dochodów, do 50% zysków ze sprzedaży, nieruchomości może być zatrzymane z przeznaczeniem na zakup nieruchomości.	Jeden akcjonariusz nie może posiadać bezpośrednio 10% lub większego udziału w kapitale akcyjnym.

Włochy	Działalność kwalifikowana jest zwolniona z podatku dochodowego. Przy przekształceniu spółki w REIT naliczany jest podatek w wysokości 20% zysków zatrzymanych.	Co najmniej 85% zysku wypłacane w postaci dywidendy.	Pojedynczy inwestor nie może posiadać więcej niż 51% głosów na WZA, co najmniej 35% akcji musi być w posiadaniu drobnych akcjonariuszy, którzy nie posiadają więcej niż 2% głosów na WZA.
Francja	Zwolnienie z opodatkowania z działalności kwalifikowanej. Przekształcenie istniejącej spółki w REIT jest opodatkowane w wysokości 16,5% od kwoty zatrzymanych zysków kapitałowych.	Co najmniej 85% zysku wypłacane w postaci dywidendy oraz 50% zysku kapitałowego ze sprzedaży nieruchomości.	Udział pojedynczego inwestora jest ograniczony do 60% akcji lub głosów.
Belgia	Przychód z nieruchomości jest zwolniony z opodatkowania.	Co najmniej 80% zysku wypłacane w postaci dywidendy.	Brak regulacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: CMS (2008), *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. Country summaries.*

3. Koncepcja EU REIT – uwarunkowania rozwoju REITs w Europie

Z punku widzenia strategii inwestycyjnej REIT europejski rynek nieruchomości stanowi ogromne wyzwanie. Jest on ze względów historycznych i administracyjnych istotnie podzielony. A jednorodny charakter tego rynku zasadniczo warunkuje pełny rozwój REIT, gdyż pozwala na realizację strategii dywersyfikacji. W Europie dominuje strategia dywersyfikacji przedmiotowej. REIT przede wszystkim inwestują w różne rodzaje nieruchomości i są aktywne głównie na własnym, krajowym rynku. W przeciwieństwie do krajów UE, amerykańskie REIT specjalizują się generalnie w jednej kategorii nieruchomości i dywersyfikują geograficznie swoją działalność. Głęboka specjalizacja REIT pozwala na lepsze rozpoznanie specyfiki konkretnej kategorii nieruchomości, a w efekcie prowadzi do szybszego wzrostu efektywności i wartości aktywów. Rozwój rynku nieruchomości, a także możliwość czerpania korzyści skali, są możliwe w znacznie większym zakresie Stanach Zjednoczonych niż w Europie, przede wszystkim dzięki obowiązywaniu takich samych przepisów prawnych regulujących działalność zarówno REIT, jak i innych podmiotów aktywnych na wtórnym rynku nieruchomości.

Dla przezwyciężenia trudności, jakie napotykają inwestorzy, oraz aby zwiększyć dynamikę rozwoju, bezpieczeństwo i stabilność rynku, prowadzi się obecnie prace nad stworzeniem jednolitego reżimu dla EU REIT. Zakłada się, że harmonizacja regulacji prawnych dla EU REIT powinna obejmować następujące kategorie (Eichholtz i Kok 2007; EPRA 2008):

- forma prawna podmiotu – najlepszym rozwiązaniem byłaby swoboda wyboru źródeł finansowania, a zatem rezygnacja z obowiązku notowania REIT na giełdzie,
- struktura udziałowców – postulowana jest rezygnacja z wymogów określających strukturę,
- struktura aktywów – podejmowana przez REIT strategia inwestycyjna powinna uwzględniać jego indywidualne preferencje, co oznacza brak restrykcji co do struktury aktywów,
- struktura przychodów – zwolniona z opodatkowania działalność REIT powinna się opierać na aktywnym zarządzaniu nieruchomościami i generowaniu dochodów z tytułu najmu; powinna być również dopuszczona inna aktywność na rynku nieruchomości, opodatkowana na zasadach ogólnych,
- operacje transgraniczne – aby umożliwić dywersyfikację geograficzną, EU REIT powinien być wzajemnie akceptowany w poszczególnych krajach członkowskich, z uwzględnieniem podobnych warunków podatkowych dla inwestorów krajowych i tych z pozostałych państw UE,
- zasady finansowania (dźwignia finansowa) – postulowane jest odstąpienie od regulowania przepisami prawnymi poziomu finansowania kapitałem obcym,
- dystrybucja zysku – sugerowane jest rozwiązanie, aby obowiązkowi wypłaty w postaci dywidendy podlegało 80–100% zysku, osiąganego z tytułu najmu, jak i sprzedaży nieruchomości.

Zakończenie

Globalny kryzys finansowy niewątpliwie zahamował proces ekspansji REIT w Europie. Jednakże podjęte przez większość krajów europejskich działania w sferze legislacyjnej będą kontynuowane i docelowo zostanie osiągnięty konsensus na poziomie jednolitych regulacji UE. Wprowadzenie wspólnego reżimu instytucjonalno-prawnego dla EU REIT pozwoli przekształcić rynek na obszarze UE w efektywny rynek pośrednich inwestycji w nieruchomości. Kolejność takiego rozwoju jest nieuchronna, gdyż europejscy inwestorzy oczekują szerszych możliwości pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości. A takich oczekiwań nie zaspokoiła formuła i dotychczasowa działalność zamkniętych funduszy inwestycyj-

nych (UCITS). Ponadto jednolite regulacje podatkowe wniosą przejrzystość działania oraz będą stanowić konkurencję dla atrakcyjnych rozwiązań w tym zakresie oferowanych przez kraje należące to tzw. rajów podatkowych.

Niechęć większości państw do zniesienia podwójnego opodatkowania, likwidacji opłat za przekształcenie spółki oraz *exit tax*[2] w obliczu skali deficytów budżetowych jest obecnie zrozumiała, a jest to jedna z głównych barier kosztowych warunkujących rozwój REITs. Niewątpliwie również amerykańskie doświadczenia z liberalizowaniem zasad inwestowania na rynku nieruchomości stanowią jedynie chwilową, mentalną barierę – z czasem inwestorzy powrócą do wyższej ekspozycji na ryzyko.

Bibliografia

CMS (2008), *REITs: a comparative approach throughout Europe*, CMS Legal Services, [online], www.cmslegal.com/Hubbard.FileSystem/files/Publication/bf4c2378-2174--465d-b67b-1bb0894e06e4/Presentation/PublicationAttachment/8eb361c4-d141-4640--9972-1beb8990c4f5/CMS1306-REITs-LoRes-0221-yp.pdf.

Delcourt F., Lam B. (2009), *Pan-European real estate fund.* Deloitte. [online], http://www.deloitte.com/view/en_LU/lu/library/press-articles/pressrelease/66b61b-6401d95210VgnVCM200000bb42f00aRCRD.htm.

Edwards T.M. (1999), *REITs Modernized,* [online], www.reit.com/portals/0/files/nareit/htdocs/policy/government/RMA-2.pdf.

Eichholtz P., Kok N. (2007), *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. A research report for the European Landowners' Organization, the European Property Federation, the Royal Institution of Chartered Surveyors, The European Group of Valuers' Associations, and the Urban Land Institute Europe.* Maastricht University, [online-],http://www.tegova.org/en/p4912f1ead0b2c#p4912f44019cd8.

EPRA (2008), *European REITs and Cross-border Investment – A Discussion Paper*. [online], www.reita.org/live/resources/downloads/Property_investment_global/EPRA_European_REITs_Discussion.pdf.

Graff R.A. (2001), *Economic analysis suggests that REIT investmentcCharacteristics are Not a Advertised,* Journal of Estate Portfolio Management, 2001, Vol. 7, 2.

NAREIT, *Characteristics of Publicly Traded REITs, Non-Exchange Traded REITs and Private REITs*. [online], www.investinreits.com/waystoinvest/comparison.pdf.

OECD (2007), *Tax treaty issues related to REITs*, Centre for Tax Policy and Administration, [online], http://www.oecd.org/dataoecd/23/44/39554788.pdf.

[2] Jednorazowa opłata dla już istniejących spółek przekształcających się w REIT, naliczana od wartości brutto nieruchomości generujących przychody zwolnione z podatku korporacyjnego. Druga forma to *exit tax* naliczany od potencjalnych zysków kapitałowych.

PWC (2009a), *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. Country summaries.* PriceWatershouseCoopers, [online], http://www.pwc.com.mu/gx/en/asset-management/assets/worldwide-reit-regimes-dec09.pdf.

PWC (2009b), *Belgian and Dutch REIT going cross-border in the light of the European fundamental freedoms*. PriceWaterhouseCoopers, [online], http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/REIB1_04.pdf.

REITWatch, NAREIT, http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/NAREITStatistical-Publications/REITWatch/tabid/163/Default.aspx .

LEGAL AND INSTITUTIONAL REGIME OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT) IN EU COUNTRIES

Summary

The main purpose of the paper is characterization and comparative analysis of legal framework and operating rules of REITs in EU countries. This investment's vehicle or – in different meaning - real estate stock corporation were introduced in US in 1960 under Real Estate Investment Trust Act and since then many countries have created similar real estate investment structures. Currently being considered in EU to introduce a single solution, ie. EU REIT. This compromise should positively influence the development of indirect real estate investment.