



**UMCS**

UNIWERSYTET MARIII CURIE-SKŁODOWSKIEJ  
W LUBLINIE  
Szkoła Doktorska Nauk Społecznych

Dziedzina: **Nauki społeczne**

Dyscyplina: **Nauki prawne**

**Jakub Piętka**

nr albumu: 273947

**Status prawny podmiotów typu real estate  
investment trust oraz możliwość ich  
implementacji do polskiego porządku  
prawnego – studium publicznoprawne**

The legal status of real estate investment trust entities  
and the possibility of their implementation into the  
Polish legal system – a public law study

Rozprawa doktorska przygotowywana pod kierunkiem naukowym  
prof. dr hab. Mariana Zdyba

Promotor pomocniczy: dr Grzegorz Lubeńczuk

w Instytucie Nauk Prawnych

LUBLIN, 2025



## Spis treści

WYKAZ SKRÓTÓW .....	6
WSTĘP .....	11
Rozdział I. Ogólna charakterystyka podmiotów typu real estate investment trust.....	28
1.1. Uwagi wstępne.....	28
1.2. Stosunek powiernictwa jako podstawa real estate investment trust.....	29
1.2.1. Historyczny rozwój oraz istota stosunków powierniczych .....	29
1.2.2. Gospodarcze i inwestycyjne wykorzystanie stosunków powierniczych .....	38
1.3. Proces rozwoju real estate investment trust w ujęciu historycznym .....	43
1.3.1. Trust jako forma zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości.....	43
1.3.2. Ewolucja ustawodawstwa dotyczącego real estate investment trust w Stanach Zjednoczonych Ameryki .....	51
1.4. Klasyfikowanie podmiotów jako real estate investment trust.....	63
1.5. Podmioty typu real estate investment trust jako przedmiot badań z zakresu prawa publicznego .....	72
1.6. Uwagi końcowe.....	79
Rozdział II. Dostęp do prowadzenia działalności w modelu real estate investment trust oraz nadzór nad jej wykonywaniem .....	81
2.1. Uwagi wstępne.....	81
2.2. Podstawowe wymogi prawno-organizacyjne.....	82
2.2.1. Formy prawne funkcjonowania podmiotów typu real estate investment trust.....	83
2.2.2. Szczególne wymogi w zakresie minimalnego kapitału zakładowego.....	96
2.3. Sposoby uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu real estate investment trust.....	106
2.3.1. Sposoby uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu real estate investment trust w prawodawstwie państw europejskich .....	107
2.3.2. Reglamentacja działalności gospodarczej w polskim porządku prawnym .....	118
2.3.3. Krajowe propozycje ustawodawcze w zakresie uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typ real estate investment trust.....	134

2.4. Nadzór nad działalnością oraz utrata możliwości prowadzenia działalności jako podmiot typu real estate investment trust.....	147
2.4.1. Krajowe propozycje ustawodawcze w zakresie nadzoru nad działalnością podmiotu typu real estate investment trust.....	150
2.4.2. Nadzór nad podmiotami typu real estate investment trust a nadzór nad rynkiem finansowym.....	155
2.4.3. Nadzór nad działalnością podmiotów typu real estate investment trust w prawodawstwie państw europejskich .....	160
2.5. Uwagi końcowe.....	166
Rozdział III. Obligatoryjne cechy charakteryzujące model real estate investment trust .....	170
3.1. Uwagi wstępne.....	170
3.2. Rynek nieruchomości jako podstawowa przestrzeń działalności podmiotów typu real estate investment trust.....	171
3.2.1. Nieruchomość jako przedmiot inwestycji oraz pojęcie „ryнку nieruchomości” ....	171
3.2.2. Ukierunkowanie działalności podmiotów typu real estate investment trust na rynek nieruchomości w prawodawstwie państw europejskich.....	178
3.2.3. Krajowe propozycje ustawodawcze w zakresie ukierunkowania działalności podmiotów typu real estate investment trust na rynek nieruchomości.....	194
3.3. Obowiązek wypłaty zysku przez podmioty typu real estate investment trust.....	206
3.3.1. Obowiązek wypłaty zysku w prawodawstwie państw europejskich.....	209
3.3.2. Obowiązek wypłaty zysku w krajowych projektach ustawodawczych.....	215
3.4. Preferencyjne zasady opodatkowania podmiotów typu real estate investment trust .....	224
3.4.1. Pojęcie „transparentności podatkowej” oraz podmioty transparentne podatkowo .	224
3.4.2. Preferencyjne zasady opodatkowania podmiotów typu real estate investment trust w prawodawstwie państw europejskich .....	230
3.4.3. Preferencyjne zasady opodatkowania w krajowych projektach ustawodawczych..	238
3.10. Uwagi końcowe.....	249
Rozdział IV. Wybrane cechy fakultatywne związane z działalnością podmiotów typu real estate investment trust.....	253
4.1. Uwagi wstępne.....	253

4.2. Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu .....	254
4.3. Ograniczenia dotyczące struktury własnościowej podmiotów typu real estate investment trust .....	263
4.4. Ograniczenia dotyczące finansowania dłużnego.....	279
4.5. Uwagi końcowe.....	286
ZAKOŃCZENIE .....	288
BIBLIOGRAFIA .....	300
WYKAZ TABEL I SCHEMATÓW.....	333

# WYKAZ SKRÓTÓW

## Akty prawne

<b>Konstytucja RP</b>	Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 1997 r. nr 78, poz. 438 z późn. zm.)
<b>pr.przed.</b>	ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1480)
<b>k.s.h.</b>	ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 18 z późn. zm.)
<b>k.c.</b>	ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1071 z późn. zm.)
<b>u.n.r.f.</b>	ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 640 z późn. zm.)
<b>u.n.r.k.</b>	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1161 z późn. zm.)
<b>u.f.i.</b>	ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1034 z późn. zm.)
<b>u.p.d.o.p.</b>	ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 278 z późn. zm.)
<b>u.p.d.o.f.</b>	ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 163 z późn. zm.)
<b>u.p.b.</b>	ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1646 z późn. zm.)
<b>pr.bud.</b>	ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 418 z późn. zm.)
<b>u.d.u.r.</b>	ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1526)
<b>u.o.i.f.</b>	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.)
<b>u.o.p.s.p.</b>	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego

	systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 592)
<b>u.o.k.k.</b>	ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1714).
<b>u.k.r.s.</b>	ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 869 z późn. zm.)
<b>u.o.r.</b>	ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 120 z późn. zm.)
<b>u.b.r.</b>	ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1035 z późn. zm.)
<b>TFUE</b>	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. U. UE. C. z 2016 nr 202 z późn. zm.)
<b>dyrektywa ZAFI</b>	dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. UE. L z 2011 r. nr 174, s. 1 z późn. zm.)
<b>rozp. RON</b>	rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitencji papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. z 2019 r. poz. 803 z późn. zm.)

### **Zagraniczne akty prawne**

<b>REIT Act</b>	Public Law 86-779-Sept. 14, 1960. An Act to amend section 5701 of the Internal Revenue Code of 1954 with respect to the excise tax upon cigars, and for other purposes
<b>IRC</b>	Internal Revenue Code of 1986
<b>FRIPTA</b>	Foreing Investment in Real Property Act of 1980

## Projekty ustawodawcze

<b>projekt SRWN I</b>	Projekt ustawy z dnia 12 października 2016 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, nr UD102
<b>projekt SRWN II</b>	Projekt ustawy z dnia 19 maja 2017 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, nr UD102
<b>projekt FINN</b>	Projekt ustawy z dnia 25 września 2018 r. o firmach inwestujących w najem nieruchomości, druk nr 2855

## Skróty nazw

<b>REIT</b>	real estate investment trust
<b>UP-REIT</b>	umbrella real estate investment trust
<b>SRWN</b>	spółka rynku wynajmu nieruchomości
<b>FINN</b>	firma inwestująca w najem nieruchomości
<b>SPV</b>	special purpose vehicle
<b>FIZ</b>	fundusze inwestycyjne zamknięte
<b>FIO</b>	fundusze inwestycyjne otwarte
<b>TFI</b>	towarzystwo funduszu inwestycyjnego
<b>AFI</b>	alternatywne fundusze inwestycyjne
<b>ASO</b>	alternatywny system obrotu
<b>SKA</b>	spółka komandytowo-akcyjna
<b>sp. z o.o.</b>	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
<b>UE</b>	Unia Europejska
<b>EOG</b>	Europejski Obszar Gospodarczy
<b>KRS</b>	Krajowy Rejestr Sądowy
<b>FBI</b>	fiscale beleggingsinstelling
<b>SIRP</b>	société immobilière réglementée publiques
<b>REIC</b>	Greek real estate investment companies
<b>REMF</b>	Greek real estate mutual funds
<b>SIIC</b>	sociétés d'investissements immobiliers cotées
<b>SPIC</b>	special purpose investment companies

<b>REIT-AG</b>	immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
<b>SIHQ</b>	società d'investimento immobiliare quotate
<b>UK-REIT</b>	British real estate investment trust
<b>SIF</b>	specialised investment fund
<b>SOCIMI</b>	sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario
<b>FIN-REIT</b>	Finnish real estate investment trust
<b>SZIT</b>	szabályozott ingatlanbefektetési társaságok
<b>IR-REIT</b>	Irish real estate investment trust
<b>SIGI</b>	sociedades de investimento e gestão imobiliária
<b>GDO</b>	genuine diversity of ownership
<b>LTV</b>	loan to value ratio
<b>FCR</b>	financing cost ratio

### **Organy i instytucje**

<b>NBP</b>	Narodowy Bank Polski
<b>KNF</b>	Komisja Nadzoru Finansowego
<b>KDPW</b>	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
<b>UOKiK</b>	Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
<b>EPRA</b>	European Public Real Estate Association
<b>NAREIT</b>	National Association of Real Estate Investment Trusts
<b>TK</b>	Trybunał Konstytucyjny
<b>NSA</b>	Naczelny Sąd Administracyjny
<b>SN</b>	Sąd Najwyższy
<b>TSUE</b>	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej

### **Inne**

<b>art.</b>	artykuł
<b>ust.</b>	ustęp
<b>lit.</b>	litera
<b>m.in.</b>	między innymi
<b>i in.</b>	inni

<b>np.</b>	na przykład
<b>nast.</b>	następne
<b>nr</b>	numer
<b>vol.</b>	volume
<b>poz.</b>	pozycja
<b>red.</b>	redakcja
<b>r.</b>	rok
<b>s.</b>	strona
<b>tj.</b>	to jest
<b>t.j.</b>	tekst jednolity
<b>tzw.</b>	tak zwany
<b>z późn. zm.</b>	z późniejszymi zmianami
<b>zob.</b>	zobacz
<b>por.</b>	porównaj
<b>Dz. U.</b>	Dziennik Ustaw Rzeczypospolitej Polskiej
<b>Dz. U. UE.</b>	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej

# WSTĘP

## 1. Sprecyzowanie przedmiotu badań

Przedmiot badań podjęty w pracy obejmuje status prawny podmiotów typu real estate investment trust (REIT) oraz możliwość ich implementacji do polskiego porządku prawnego. Real estate investment trust to wywodząca się ze Stanów Zjednoczonych i historycznie wyrosła na stosunku powiernictwa forma zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości. Pierwsze podmioty uznawane za protoplastów współczesnych podmiotów typu REIT, jak np. Boston Personal Property Trust zaczęły powstawać w końcu XIX wieku wykorzystując sprzyjające zasady amerykańskiego systemu podatkowego<sup>1</sup>. Podstawową cezurą czasową w rozwoju REIT jest jednak 1960 r. W tym roku prezydent Dwight D. Eisenhower podpisał ustawę nowelizującą kodeks skarbowy *An act to amend the internal revenue code with respect to the excise tax on cigars*<sup>2</sup>, zawierającą przepisy dotyczące organizacji i funkcjonowania REIT oraz określające zakres przysługujących im preferencji podatkowych. W ten sposób podmioty powstające spontanicznie, korzystające z luk w prawie podatkowym i będące wyrazem potrzeb inwestorów doczekały się pierwszej regulacji na płaszczyźnie normatywnej.

Głównymi założeniami działalności podmiotów typu REIT, jest gromadzenie środków pieniężnych od uczestników, w celu ich inwestowania w nieruchomości przynoszące dochód, a następnie wypłata przeważającej części wypracowanego zysku pomniejszonego o koszty niezbędne do prowadzenia działalności. Obowiązek wypłaty zysku inwestorom uniemożliwia akumulowanie środków finansowych, co stanowi uzasadnienie stosowania w stosunku do podmiotów typu REIT zwolnienia z podatku dochodowego, któremu podlegają jedynie końcowi beneficjenci. Inwestowanie we wskazany sposób przynosi więc liczne korzyści uczestnikom. Po pierwsze, umożliwia uniknięcie zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, w którym ciężar daniny ponosi zarówno podmiot inwestujący środki zgromadzone od uczestników, jak i poszczególni uczestnicy na gruncie swojego podatku dochodowego. Po drugie, taka forma inwestowania jest atrakcyjna dla osób, którym ograniczenia kapitałowe uniemożliwiają

---

<sup>1</sup> J.M. Bernstein, D.J. Godfrey, *The Real Estate Investment Trust – Past, Present and Future*, „Wisconsin Law Review” 1962, vol. 4, s. 638.

<sup>2</sup> Public Law 86-779, September 14, 1960, *An Act To amend section 5701 of the Internal Revenue Code of 1954 with respect to the excise tax upon cigars, and for other purposes*, ([bit.ly/4aBmjQg](http://bit.ly/4aBmjQg)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

samodzielne podejmowanie inwestycji na rynku nieruchomości. Po trzecie, gwarantowany ustawowo obowiązek wypłaty zysku na rzecz uczestników stanowi zachętę nie tylko dla inwestorów indywidualnych, ale również dla inwestorów instytucjonalnych, np. w postaci funduszy emerytalnych lub funduszy inwestycyjnych, co zapewnia stały dopływ kapitału do rynku nieruchomości.

Korzyści wynikające z prawnego usankcjonowania działalności transparentnych podatkowo<sup>3</sup> podmiotów inwestujących na rynku nieruchomości zostały dostrzeżone przez ustawodawców w innych państwach, co zapoczątkowało globalną ekspansję rozwiązań amerykańskich. Pierwszym krajem, który zdecydował się na ich przejście była Holandia, gdzie stosowne ustawodawstwo pojawiło się już w 1969 r. Obecnie w opracowaniach branżowych wskazuje się, że normy wyznaczające ramy prawne dla działalności podmiotów wzorowanych na amerykańskich REIT obowiązują w czterdziestu ośmiu państwach świata<sup>4</sup>. Powyższy proces ogólnoświatowego rozpowszechnienia ukształtowanego w Stanach Zjednoczonych Ameryki sposobu zbiorowego inwestowania implikuje pierwsze wyzwanie związane z badaniem tej problematyki. Przejmowanie rozwiązań amerykańskich, w tym przez liczne państwa europejskie spowodowało, że samo określenie *real estate investment trust* oderwało się od swojego normatywnego pierwowzoru. W praktyce obrotu gospodarczego oraz zainteresowanych dyscyplin naukowych mianem tym określa się ogół podmiotów posiadających cechy zaczerpnięte z amerykańskiego ustawodawstwa, jednak niezwiązane w żadnym stopniu z trustem czy stosunkiem powiernictwa. Przejęcie amerykańskiego wzorca za każdym razem wymagało odpowiedniego dostosowania uwzględniającego charakter danego porządku prawnego oraz zastane realia rynkowe. Skutkiem tego, pomimo ukierunkowania na osiągnięcie jasno sprecyzowanego celu polegającego na stworzeniu korzystnego podatkowo sposobu inwestowania na rynku nieruchomości, przejmowanie rozwiązań amerykańskich nie następowało w sposób jednolity.

Przedmiotem pracy jest analiza cech determinujących ogólny model REIT, w perspektywie rozwiązań funkcjonujących w prawodawstwie państw europejskich oraz

---

<sup>3</sup> Transparentność podatkowa (*tax transparency*), jest pojęciem powszechnie używanym w stosunku do podmiotów typu REIT. Pojęcie to odnosi się do postulatu likwidacji zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, tj. podwójnego opodatkowania tego samego dochodu osiąganego przez dwa odrębne podmioty, na poziomie każdego z nich. Rozwinięcie problematyki transparentności podatkowej jest przedmiotem szerszej analizy w dalszej części pracy; R. Sotelo, [w:] *Real estate investment trusts in Europe. Evolution, regulation, and opportunities for growth*, red. R. Sotelo, S. McGreal, Berlin 2013, s. 9.

<sup>4</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association 2025, ([bit.ly/3JOYuAI](https://bit.ly/3JOYuAI)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

podjętych dotychczas prób implementacji tego modelu do polskiego porządku prawnego. Pomimo występujących różnic można zauważyć, że pewien zespół cech znajduje powszechne odzwierciedlenie w ustawodawstwach państw europejskich, które zdecydowały się na wprowadzenie takiego modelu inwestowania na rynku nieruchomości. Brak jednolitego odwzorowania norm amerykańskich, przy jednoczesnym zachowaniu wspomnianych cech stałych, pozwalających zaklasyfikować dany podmiot gospodarczy jako działający w ten właśnie sposób, wywiera konieczność posługiwania się pojęciem „modelu” REIT. Model w znaczeniu potocznym oznacza „wzór, według którego coś jest wykonane”<sup>5</sup>. W słownikach jest definiowany również jako „wzór, według którego coś jest lub ma być wykonane, konstrukcję, schemat lub opis ukazujący działanie, budowę, cechy, zależności jakiegoś zjawiska lub obiektu”<sup>6</sup>. Z kolei w ujęciu prawniczym model może być pojmowany jako „poddany formalizacji przez system norm prawnych, precyzyjnie wyznaczony fragment rzeczywistości, który pomija mniej istotne elementy tej rzeczywistości”<sup>7</sup>.

Obecnie REIT traktować należy właśnie jako ów model inwestowania na rynku nieruchomości, charakteryzujący się określonymi cechami, które w konkretnych ustawodawstwach mogą być realizowane w różniący się sposób. W takim znaczeniu pojęcie modelu REIT jest rozumiane w ramach pracy. Z kolei pojęcie „podmiotów typu REIT” lub inaczej „podmiotów działających w modelu REIT” zostało użyte w celu zbiorczego określenia podmiotów gospodarczych funkcjonujących w poszczególnych państwach, w ramach właściwych norm wyznaczających ramy działalności zgodne z modelem REIT. Dla zachowania jasności pojęciowej określenie „REIT” stosowane jest wyłącznie w odniesieniu do działalności prowadzonej w ramach regulacji amerykańskiej. Dodatkowo, w celu klarownego rozróżnienia pomiędzy podmiotami typu REIT, a innymi podmiotami prowadzącymi działalność zbliżoną, która potencjalnie mogłaby zostać uznana za wykonywaną w modelu REIT, jednak uznaniu za taką sprzeciwiają się wskazane w pracy argumenty, posłużono się określeniem „podmioty REIT-like”. Ponadto, stosowane w pracy określenie „model”, służy również do opisu utartych i przyjętych w praktyce rozwiązań normatywnych, dotyczących regulacji zagadnień o charakterze szczegółowym, pozwalających na dokonanie rozróżnień w ramach ogólnego modelu REIT.

---

<sup>5</sup> Słownik języka polskiego PWN, red. E. Sobol, Warszawa 2009, s. 455.

<sup>6</sup> Wielki słownik języka polskiego PWN, red. S. Dubisz, Warszawa 2018, s. 935.

<sup>7</sup> Tak J. Supernat cytowany przez H. Wolska, *Model relacji pomiędzy krajowymi organami administracji publicznej a przedsiębiorcami*, Warszawa 2022, Legalis.

Wyróżnienie w ramach pracy cech charakteryzujących model REIT, określanych jako cechy obligatoryjne, tj. konieczne do spełnienia przez dany podmiot, aby mógł zostać uznany za przynależny do modelu, stanowi punkt wyjściowy pracy wpływający bezpośrednio na konstrukcję dalszego wywodu. Poza cechami obligatoryjnymi charakteryzującymi model REIT, analizie zostały podane, także wybrane cechy fakultatywne, występujące w praktyce i będące częścią poszczególnych regulacji wyznaczających zasady funkcjonowania podmiotów typu REIT. Wyróżnione cechy obligatoryjne oraz fakultatywne znajdują swoje odzwierciedlenie normatywne w postaci warunków i obowiązków nakładanych przez konkretnych ustawodawców wobec podmiotów gospodarczych chcących skorzystać z preferencyjnych zasad opodatkowania.

Analiza cech o obligatoryjnych i fakultatywnych charakteryzujących funkcjonujące w Europie podmioty typu REIT, będzie stanowiła główną oś pracy. Zestawienie oraz ocena wymogów obowiązujących w prawodawstwie państw europejskich, które zdecydowały się na wdrożenie tego modelu, stanie się przyczynkiem do dokonania analizy i oceny proponowanych rozwiązań krajowych związanych z jego implementacją do krajowego porządku prawnego. Uzasadnienia wymaga posłużenie się w pracy pojęciem „implementacji” w stosunku do przedstawianej problematyki. Implementacja w ogólnym znaczeniu oznacza „materializację określonej idei, urzeczywistnienie obranej strategii, a także sam proces poszukiwania środków, które umożliwiłyby osiągnięcie wyznaczonych celów”<sup>8</sup>. W zakresie teorii decyzji oraz nauk o polityce przez implementację rozumie się część procesu decyzyjnego polegającego na wdrożeniu podjętych decyzji z zastosowaniem optymalnie dobranych środków<sup>9</sup>. W przypadku nauk prawnych pojęcie implementacji tradycyjnie związane jest z procesem zapewnienia prawidłowego wdrożenia norm prawa unijnego bądź standardów wynikających z konwencji międzynarodowych<sup>10</sup>. Implementacja jest pojęciem złożonym, określającym zarówno etap stanowienia prawa (transpozycji), jak i następcze zapewnienie jego skuteczności<sup>11</sup>. Jej istotą jest więc

---

<sup>8</sup> S. Ubermanowicz, *Idee – studium definicyjne*, (<https://repozytorium.amu.edu.pl/server/api/core/bitstreams/210ce751-d200-41a2-9d0d-becd7f05df12/content>), s. 46, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>9</sup> K. Wolniewicz-Słomka, *Projektowanie i implementacja polityki publicznej – przegląd podejść teoretycznych*, „Studia z Polityki Publicznej” 2022, vol. 9, no. 3, s. 74.

<sup>10</sup> Por. A. Trubalski, *Wybrane aspekty implementacji dyrektyw Unii Europejskiej do systemu prawnego Rzeczypospolitej Polskiej*, „Przegląd Prawa Konstytucyjnego” 2013, nr 1, s. 175 i nast.; A. Szpak, *Implementacja międzynarodowego prawa humanitarnego na tle aktualnych naruszeń tego prawa*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2006, nr 4, s. 59 i nast.

<sup>11</sup> J. Maśnicki, *Koncepcje implementacji prawa pochodnego*, „Studia Europejskie” 2015, vol. 19, (2/74), s. 105; A. Kunkiel-Kryńska, *Metody harmonizacji prawa konsumenckiego w Unii Europejskiej i ich wpływ na procesy implementacyjne w państwach członkowskich*, Warszawa 2013, s. 104.

doprowadzenie do realnego urzeczywistnienia założeń zgodnych z intencją leżącą u podstaw ustanowionego prawa.

W związku z powyższym, pojęcie implementacji lepiej przystaje do problematyki związanej z analizą i oceną możliwych wariantów włączenia do krajowego porządku prawnego modelu REIT, który jak wskazano nie jest modelem jednolitym. Wdrożenie ustawodawstwa zapewniającego urzeczywistnienie cech modelu REIT, poza poprzedzającą analizą istniejącego otoczenia prawnego musi być powiązane z zapewnieniem odpowiednich mechanizmów nadzoru. Konieczność ta wynika z potencjalnego wpływu jaki podmiot działający w tym modelu może wywierać na gospodarkę, a w szczególności na rynek nieruchomości oraz rynek kapitałowy. Istniejące w tym przypadku możliwości nadużyć oraz instrumentalnego wykorzystywania modelu REIT do celów agresywnej optymalizacji podatkowej sprawiają, że potrzebne jest uwzględnienie w badaniach elementów dotyczących zapewnienia prawidłowego funkcjonowania tego modelu inwestycyjnego.

Z podobnych przyczyn tytuł pracy oraz jej treść odnoszą się do pojęcia „porządku prawnego”, w ramach którego miałyby nastąpić implementacja modelu REIT. Porządek prawny jest bowiem pojęciem szerszym, nie odnoszącym się, tak jak system prawa wyłącznie do obowiązujących aktów normatywnych i interpretowanych z nich norm prawnych<sup>12</sup>. Z uwagi na szeroki element postulatywny, zagadnienia związane z uprawnieniami instytucji właściwych w przedmiocie nadzoru oraz umiejscowienia potencjalnego krajowego podmiotu typu REIT w ramach katalogu innych podmiotów o podobnym charakterze, problematyka podjęta w pracy wymaga spojrzenia wykraczającego poza zakres *stricte* normatywny.

Złożony charakter regulacji określającej status prawny podmiotów typu REIT, ograniczenia dotyczące przedmiotu działalności, wymogi związane z odpowiednią strukturą wewnętrzną, a także kwestie ewentualnej reglamentacji dostępu do tego reżimu prowadzenia działalności oraz nadzoru nad jej wykonywaniem, uzasadniają położenie większego nacisku na publicznoprawny aspekt implementacji. Nie oznacza to jednak, że ustawodawstwo dotyczące podmiotów typu REIT nie posługuje się w dużym stopniu metodą regulacji charakterystyczną dla prawa prywatnego. Sytuacja taka ma miejsce w przypadku odpowiedniego dostosowania przepisów dotyczących spółki akcyjnej (w której to

---

<sup>12</sup> B. Liżewski, *System prawa a porządek prawny. Między konstrukcją normatywną a prawem w działaniu*. Warszawa 2021, Legalis; A. Gryniuk, *Kontrowersje wokół pojęcia „system prawa”*, „Studia z Zakresu Nauk Prawnoustrojowych. Miscellanea” 2016, vol. VI, s. 42; W. Lang, *System prawa i porządek prawny*, [w:] *System prawa a porządek prawny*, red. O. Bogucki, S. Czepita, Szczecin 2008, s. 13.

formie najczęściej funkcjonują europejskie podmioty typu REIT), tak aby zrealizowana została koncepcja ustawodawcy np. w zakresie preferowanej struktury właścicielskiej. Zagadnienia związane ze sferą regulacji prywatnoprawnej będą więc poruszone w zakresie, w którym jest to konieczne do kompleksowego omówienia funkcjonowania podmiotów typu REIT.

## 2. Uzasadnienie wyboru tematu pracy

Rynek nieruchomości w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem rynku nieruchomości mieszkalnych, zmagają się obecnie z licznymi wyzwaniami<sup>13</sup>. Głównym problemem jest nienadążająca za zwiększającym się popytem podaż, prowadząca do nieustannego wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych. Przyczyn tej sytuacji jest wiele. Jako przykład wymienić można m.in. wzrost kosztów budowy, długotrwałość procedur związanych z uzyskaniem koniecznych do rozpoczęcia budowy pozwoleń czy wieloletnie utrzymywanie na niskim poziomie stóp procentowych NBP skutkujące zwiększeniem akcji kredytowej i wzrostem popytu. Nieruchomości mieszkalne to również atrakcyjne aktywa, gwarantujące ochronę posiadanego kapitału przed inflacją oraz zapewniające stabilny dochód z najmu. Omawiając problematykę krajowego rynku nieruchomości nie można pominąć istotności uwarunkowań społeczno-kulturowych, wpływających na dążenie do nabycia nieruchomości na własność, w celu zaspokajania potrzeb mieszkaniowych i związaną z tym niechęć do wynajmowania mieszkania<sup>14</sup>. Niedobór nieruchomości mieszkalnych na rynku prowadzi bezpośrednio do wzrostu cen, a pośrednio powoduje, że mieszkania stają się towarem dostępnym dla coraz węższej grupy ludzi posiadających odpowiedni kapitał lub zdolność kredytową. Skutkiem niedoboru jest także wzrost czynszów najmu, stanowiący barierę dla wynajęcia mieszkania przez osoby niedysponujące

---

<sup>13</sup> Zob. E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Warszawa 2006, s. 40 – 41; Zgodnie z zaproponowaną przez E. Kucharską-Stasiak definicją, rynek nieruchomości można rozumieć jako ogół stosunków wymiany i stosunków równoległych zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku, tworzącymi popyt i podaż nieruchomości. Rynek nieruchomości może być rozumiany jako wzajemne oddziaływanie osób, które wymieniają prawa do nieruchomości na inne aktywa, jako działania i interakcje między podmiotami zajmującymi się kupnem, sprzedażą, wymianą, użytkowaniem i rozwijaniem nieruchomości oraz jako zbiór mechanizmów, za pomocą których przekazywane są prawa do nieruchomości, ustalane są ceny oraz zamianie ulegają sposoby użytkowania nieruchomości; Zob. E. Kucharska-Stasiak, *Rynek nieruchomości i jego struktura*, [w:] *Podstawy funkcjonowania rynku nieruchomości. Ujęcie teoretyczne*, red. E. Kucharska-Stasiak, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica”, Nr 187/2005, s. 8.

<sup>14</sup> Centrum Badań Opinii Społecznej, *Komunikat z badań nr 93/2022*, Warszawa 2022, ([https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2022/K\\_093\\_22.PDF](https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2022/K_093_22.PDF)), s. 2, (dostęp: 30.11.2025 r.).

kapitałem na jego zakup. Nie ulega wątpliwości, że powyższa sytuacja implikuje wiele niekorzystnych skutków w wymiarze społecznym i gospodarczym.

Działania podejmowane dotychczas przez władze nie rozwiązują problemu w zadowalającym stopniu, a niekiedy działają w sposób przeciwny do zamierzonego. Dzieje się tak w przypadku programów związanych z ułatwieniem uzyskania finansowania na zakup mieszkania, które w dłuższej perspektywie powodują ogólny wzrost cen mieszkań, co ponownie ogranicza ich dostępność<sup>15</sup>. Zgodnie z normą programową zawartą w przepisie art. 75 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., władze publiczne prowadzą politykę sprzyjającą zaspokojeniu potrzeb mieszkaniowych obywateli, w szczególności przeciwdziałają bezdomności, wspierają rozwój budownictwa socjalnego oraz popierają działania obywateli zmierzające do uzyskania własnego mieszkania<sup>16</sup>. Należy pamiętać, że przepis art. 75 ust. 1 Konstytucji RP nie kształtuje dla obywateli prawa do mieszkania jako prawa podmiotowego, a wspieranie działań zmierzających do uzyskania „własnego mieszkania”, obejmuje wszelkie przewidziane prawem formy korzystania z mieszkania<sup>17</sup>. Prowadzenie polityki sprzyjającej zaspokojeniu potrzeb mieszkaniowych obywateli jest więc obowiązkiem władz publicznych, który może być realizowany przy pomocy wielu inicjatyw i środków prawnych.

Jedną z koncepcji mającą w szerszej perspektywie przyczynić się do zwiększenia podaży na krajowym rynku nieruchomości i częściowo rozwiązać problem niedoboru nieruchomości mieszkalnych, była próba implementacji do polskiego porządku prawnego modelu REIT. Do dnia złożenia pracy, powstały dwa rządowe projekty przygotowane przez Ministerstwo Finansów, zakładające wyznaczenie ram prawnych dla działalności podmiotów typu REIT w Polsce. Jako pierwszy powstał projekt ustawy z dnia 12 października 2016 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości<sup>18</sup>, którego głównymi założeniami było zwiększenie zaangażowania kapitału krajowego w sektorze nieruchomości komercyjnych na wynajem oraz ograniczenie wpływów inwestorów zagranicznych w tym sektorze. Projektodawca zakładał, że zwiększenie zaangażowania inwestorów

---

<sup>15</sup> Centrum AMRON, *Raport AMRON-SARFiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. 2/2024*, ([bit.ly/4oVShS2](https://bit.ly/4oVShS2)), s. 4 i nast., (dostęp: 30.11.2025 r.). Zgodnie z danymi przedstawionymi w powołanym raporcie, poziom wzrostu cen w skali roku, będący pochodną uruchomienia w drugiej połowie 2023 r. programu Bezpieczny Kredyt 2% we wszystkich analizowanych ośrodkach miejskich sięgał 20%.

<sup>16</sup> Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 1997 r. nr 78, poz. 483 z późn. zm.).

<sup>17</sup> M. Florczak-Wątor, [w:] *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, red. P. Tuleja, Warszawa 2023, Legalis.

<sup>18</sup> Projekt ustawy z dnia 12 października 2016 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, nr UD102, ([bit.ly/3VKUBza](https://bit.ly/3VKUBza)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

krajowych, w tym inwestorów indywidualnych, zadziała stymulująco na całą gospodarkę<sup>19</sup>. Szerokie konsultacje publiczne, ujawniły jednak szereg wątpliwości, co do zasad funkcjonowania SRWN oraz celowości wprowadzenia funkcjonującego w oparciu o szczególne normy podmiotu inwestującego na rynku nieruchomości komercyjnych na wynajem. Pomimo utworzenia drugiej wersji projektu, tj. projektu ustawy z dnia 19 maja 2017 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości<sup>20</sup>, korygującego wątpliwości legislacyjne ujawnione w toku konsultacji publicznych, doszło do wycofania projektu, jeszcze przed jego skierowaniem do prac parlamentarnych.

Drugi projekt przygotowany przez Ministerstwo Finansów, uwzględniający częściowo wyniki prac nad projektem SRWN II, trafił do Sejmu jako projekt ustawy z dnia 25 września 2018 r. o firmach inwestujących w najem nieruchomości<sup>21</sup>. Opracowując projekt FINN projektodawca dostrzegł korzyści dla rynku nieruchomości mieszkalnych, jakie mogą płynąć z właściwego ukierunkowania środków powierzanych FINN przez inwestorów. W projekcie FINN nastąpiło odejście od prezentowanej wcześniej koncepcji, zgodnie z którą SRWN miały możliwość inwestowania środków zarówno w nieruchomości komercyjne, jak i nieruchomości mieszkalne na wynajem<sup>22</sup>. Sprecyzowano, że przedmiotem przeważającej działalności spółki FINN ma być najem nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zaproponowano definicję legalną nieruchomości mieszkalnej na potrzeby tego projektu<sup>23</sup>. Zmiana ta wskazuje jednoznacznie na próbę pobudzenia rynku nieruchomości mieszkalnych, poprzez jego dokapitalizowanie z wykorzystaniem korzystnego podatkowo modelu inwestycyjnego. Pomimo, że projekt został skierowany do pierwszego czytania na posiedzeniu Sejmu, a następnie po wprowadzeniu poprawek pozytywnie zaopiniowany przez Komisję Finansów

---

<sup>19</sup> Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 12 października 2016 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, nr UD102, (<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12290954>), (dostęp: 30.11.2025 r.), dalej jako: uzasadnienie projektu SRWN I.

<sup>20</sup> Projekt ustawy z dnia 19 maja 2017 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, ([bit.ly/4mIko68](http://bit.ly/4mIko68)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>21</sup> Projekt ustawy z dnia 25 września 2018 r. o firmach inwestujących w najem nieruchomości, druk nr 2855, ([bit.ly/4hQvYLG](http://bit.ly/4hQvYLG)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>22</sup> Zob. art. 2 ust. 1 i 2 projektu SRWN II.

<sup>23</sup> Zob. art. 3 oraz art. 5 ust. 1 projektu FINN; Jako kryterium oceny spełniania warunku przeważającej działalności w zakresie najmu nieruchomości mieszkalnych, zaproponowano obowiązek utrzymywania wartości nieruchomości mieszkalnych oraz udziałów w spółkach zależnych na poziomie nie niższym niż 80% wartości bilansowej aktywów oraz uzyskiwania co najmniej 90% przychodów z tytułu posiadania lub sprzedaży w/w aktywów. Zob. art. 7 ust. 1 pkt 1 i 2 projektu FINN.

Publicznych rekomendującą jego uchwalenie<sup>24</sup>, dalsze procedowanie projektu ustawy zostało przerwane w wyniku dyskontynuacji prac Sejmu VIII kadencji.

Problemy zaistniałe podczas prac nad wskazanymi projektami ustaw skłaniają do konkluzji, że implementacja do polskiego porządku prawnego rozwiązań wzorowanych na modelu REIT jest obszarem badawczym, którego zgłębienie może stanowić wartość dodaną dla nauki, a także praktyczne korzyści w postaci wypracowanych postulatów *de lege ferenda*. Przedmiot badań ma także potencjalne znaczenie praktyczne. Dotychczasowe próby wprowadzenia w Polsce ram prawnych dla działania podmiotów typu REIT zakończyły się niepowodzeniem. Zasadne jest więc określenie, które obszary projektowanych regulacji powodowały najwięcej wątpliwości oraz czy istnieją alternatywne rozwiązania zidentyfikowanych problemów. Dokonane w pracy omówienie oraz usystematyzowanie cech charakterystycznych dla podmiotów typu REIT w ujęciu prawnoporównawczym, może pozytywnie przyczynić się do rozpowszechnienia w ramach dyscypliny badań dotyczących tej problematyki. Z uwagi na obecny brak uregulowania w prawie zasad działania krajowego podmiotu typu REIT, literatura prawnicza nie poświęca tym podmiotom należytej uwagi. Powstałe dotychczas opracowania poświęcone inwestowaniu z wykorzystaniem modelu REIT są zasługą przedstawicieli nauk ekonomicznych lub nauk o zarządzaniu<sup>25</sup>. Praca skupiająca się *stricte* na prawnych aspektach funkcjonowania podmiotów typu REIT oraz podejmująca próbę uporządkowania, a niekiedy stworzenia niezbędnej siatki pojęciowej, może stać się impulsem dla dalszych badań.

### 3. Teza oraz cele badawcze

Tezę pracy stanowi twierdzenie, zgodnie z którym implementowanie do polskiego porządku prawnego zasad prowadzenia działalności opartych na modelu REIT, wymaga stworzenia ram prawnych uwzględniających specyfikę rynku krajowego oraz doświadczenia państw europejskich, w których funkcjonują podmioty typu REIT, w celu zapewnienia spójności systemowej nowej regulacji, jej przejrzystości oraz możliwości realizacji

---

<sup>24</sup> Sprawozdanie Komisji Finansów Publicznych o rządowym projekcie ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (druk nr 2855) z dnia 17 października 2018 r., druk nr 2917, ([bit.ly/4a3kOS6](https://bit.ly/4a3kOS6)), (dostęp: 30.11.2025 r.)

<sup>25</sup> Zob. m.in. R. Papież, *Real Estate Investment Trust na świecie. Implikacje dla Polski*, Toruń 2021; G. Mizerski, *Real estate investment trusts (REITs): efektywne inwestowanie na rynku nieruchomości*, Warszawa 2020; A.A. Trzebiński, *Wpływ czynników prawno-podatkowych na funkcjonowanie funduszy typu REITs w krajach europejskich*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2013, zeszyt 1.

założeń w zakresie pobudzenia inwestycji na rynku nieruchomości. Ukształtowanie regulacji określającej ustrój oraz podstawowe zasady funkcjonowania uprzywilejowanego podatkowo przedsiębiorcy, inwestującego znaczne środki finansowe powierzone przez uczestników na rynku nieruchomości, wymaga szczególnej uwagi i refleksji ze strony ustawodawcy. Kluczowe w tym wypadku są regulacje publicznoprawne zakładające restrykcyjne ograniczenie przedmiotu działalności, normy zapewniające należytą ochronę inwestorów oraz powierzonego kapitału, a także normy kształtujące szczególną pozycję rynkową wynikającą z opodatkowania na preferencyjnych zasadach.

Głównym celem badań, służącym udowodnieniu postawionej tezy, jest analiza proponowanych regulacji zakładających wprowadzenie ram prawnych funkcjonowania podmiotów działających w modelu REIT w Polsce oraz relewantnych dla wprowadzenia tego modelu obowiązujących przepisów krajowych. Celem badań jest również porównanie dotychczasowych projektów krajowych z obowiązującymi obecnie w wybranych państwach europejskich rozwiązaniami dotyczącymi statusu prawnego podmiotów typu REIT. Umożliwi to określenie, które aspekty projektowanej regulacji mogą powodować największe wątpliwości z punktu widzenia spójności systemowej oraz ocenę czy przedstawione propozycje wpisują się w rozwiązania funkcjonujące w Europie.

Właściwa realizacja celu głównego wymaga prawidłowego wyznaczenia celów szczegółowych. Celem szczegółowym stanowiącym punkt wyjścia dla dalszych badań, jest określenie jakie cechy charakteryzują model REIT oraz jak ich realizacja kształtuje się w prawodawstwie poszczególnych państw europejskich. Kolejnym celem szczegółowym, posiadającym walor porządkujący, jest wskazanie odmienności występujących w analizowanym ustawodawstwie, pozwalających dokonać dalszych rozróżnień w ramach ogólnego modelu REIT.

W związku z powyższym, dla realizacji określonego celu głównego oraz celów szczegółowych, konieczne jest udzielenie odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- 1) Jakie są uniwersalne cechy charakteryzujące model REIT oraz pozwalające zakwalifikować dany podmiot jako działający w tym modelu?
- 2) W jakich formach prawnych podmioty typu REIT funkcjonują w państwach europejskich oraz co jest głównym czynnikiem wpływającym na wybór tych form?
- 3) Jak kształtują się sposoby uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT oraz jak skonstruowane są systemy nadzoru nad tymi podmiotami?

- 4) Czy prowadzenie działalności gospodarczej w modelu REIT podlega reglamentacji, a jeśli tak to w jakim zakresie i w jakiej formie?
- 5) Jak kształtują się regulacje ukierunkowujące działalność podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości?
- 6) Jakie wymogi w zakresie obowiązkowej dystrybucji zysku dotyczą podmiotów typu REIT?
- 7) Jak zastosowane rozwiązania podatkowe wpływają na szczególną pozycję rynkową podmiotów typu REIT?

W świetle postawionej tezy oraz sprecyzowanych pytań badawczych, w pracy wysunięto następujące hipotezy służące realizacji celów dysertacji:

- 1) Istnieje możliwość implementacji do krajowego porządku prawnego przepisów wyznaczających ramy prawne funkcjonowania podmiotu gospodarczego, wzorowanego na działających w państwach europejskich podmiotach typu REIT.
- 2) Można wyróżnić cechy charakteryzujące ogólny model REIT powiązane z występowaniem szczególnych wymogów w zakresie przedmiotu działalności, dystrybucji zysku oraz preferencyjnych zasad opodatkowania.
- 3) Działające w państwach europejskich podmioty mogące zostać zakwalifikowane jako podmioty typu REIT nie funkcjonują w ramach jednolicie przyjętego wzorca normatywnego, w związku z czym możliwe jest wyróżnienie dalszych modeli szczegółowych w ramach ogólnego modelu REIT.
- 4) Projektodawca kształtując proponowane ramy funkcjonowania krajowego odpowiednika podmiotów typu REIT wzorował się na rozwiązaniach znanych z prawodawstwa państw europejskich, w których wprowadzono podobne regulacje.
- 5) Możliwe jest uregulowanie w polskim porządku prawnym zasad prowadzenia działalności przez krajowy odpowiednik podmiotu typu REIT, z wykorzystaniem istniejących form prawnych prowadzenia działalności gospodarczej oraz w oparciu o znane ustawodawcy zasady reglamentacji i sprawowania nadzoru nad podmiotami gospodarczymi.

#### **4. Metody badawcze**

Podstawową metodą badawczą zastosowaną w pracy, jest metoda analizy formalno-dogmatycznej, polegająca na interpretacji logicznej, analizie, argumentacji oraz

interpretacji hermeneutycznej<sup>26</sup>. Główną oś pracy stanowi analiza cech determinujących ogólny model REIT, w perspektywie rozwiązań znanych w prawodawstwie państw europejskich oraz dotychczasowych prób implementacji tego modelu do polskiego porządku prawnego. Metoda formalno-dogmatyczna znajdzie więc zastosowanie w przypadku objaśnienia przepisów prawnych istotnych dla prawidłowej implementacji modelu REIT. Krajowymi aktami normatywnymi podlegającymi analizie z zastosowaniem wskazanej metody są m.in.: ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców<sup>27</sup>, ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>28</sup>, ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi<sup>29</sup>, czy ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych<sup>30</sup>. Ustalenie istniejących problemów węzłowych w zakresie możliwej implementacji oraz określenie przepisów relewantnych dla tego procesu nie mogłoby się dokonać bez analizy dotychczasowych projektów zakładających wprowadzenie w Polsce odpowiednika podmiotów typu REIT, tj. projektu SRWN I, projektu SRWN II oraz projektu FINN. Projekty te nie doczekały się uchwalenia i nie są obowiązującymi aktami normatywnymi, jednak zawarty w nich tekst prawny i propozycje przepisów ustawowych stanowią podstawowe źródło informacji o proponowanym kształcie krajowej regulacji. Wyinterpretowanie z projektowanych przepisów norm, które określają potencjalny status prawny krajowego odpowiednika podmiotów typu REIT, również wymagało posłużenia się metodą formalno-dogmatyczną. Zakres przepisów poddanych analizie formalno-dogmatycznej, poza krajowymi aktami prawnymi oraz projektami ustaw, obejmuje również przepisy regulujące funkcjonowanie podmiotów typu REIT w państwach europejskich.

Charakter pracy jest związany z potrzebą uchwycenia istoty modelu REIT, wyszczególnienia cech determinujących przynależność do tego modelu, a także usystematyzowania wymagań stawianych podmiotom aspirującym do prowadzenia działalności w jego ramach. Powoduje to konieczność posłużenia się metodą prawnoporównawczą (komparatystyczną). Za istotę metody prawnoporównawczej należy uznać proces zestawienia i objaśnienia określonych fragmentów systemów prawnych, prowadzący do

---

<sup>26</sup> J. Stelmach, B. Brożek, *Metody prawnicze*, Kraków 2006, s. 35 i nast.

<sup>27</sup> Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1480).

<sup>28</sup> Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 640 z późn. zm.).

<sup>29</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1034 z późn. zm.).

<sup>30</sup> Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 278 z późn. zm.).

wykazania podobieństw bądź różnic pomiędzy występującymi instytucjami prawnymi<sup>31</sup>. Metoda komparatystyczna ma w pracy szczególne znaczenie z tego powodu, że prawidłowo wykorzystana może być źródłem cennych wniosków i postulatów odnośnie polskiego porządku prawnego<sup>32</sup>. Obecnie podmioty kwalifikowane przez opracowania branżowe jako działające w modelu REIT funkcjonują w piętnastu państwach europejskich, z czego czternaście spośród tych państw to państwa członkowskie Unii Europejskiej<sup>33</sup>. Z uwagi na fakt uregulowania problematyki działalności podmiotów typu REIT w wielu państwach europejskich oraz oczywistą konieczność odniesienia się do REIT funkcjonujących w Stanach Zjednoczonych Ameryki, prawnoporównawcza sfera pracy musiała zostać skonstruowana w sposób swoisty. W pierwszej kolejności porównaniu podlegać będą poszczególne fragmenty prawodawstwa państw europejskich, w których działają podmioty typu REIT. Zakres badań został ograniczony do przeglądowego zestawienia najistotniejszych założeń, pozwalających dokonać ich systematyzacji oraz oceny pod kątem występowania utrwalonych modeli. Szersze odniesienie się do mniejszej liczby regulacji prawnych pozostawałoby sprzeczne z celami pracy, uniemożliwiając dokonanie oceny istnienia uniwersalnych cech wyróżniających model REIT. Niecelowe z punktu widzenia pracy oraz jej aspektów dotyczących perspektyw implementacji modelu REIT było wykraczanie z analizą poza będącą wzorem regulację amerykańską oraz prawodawstwo państw europejskich korzystające z jej osiągnięć w ramach swojego ustawodawstwa. Operowanie w obszarze zbliżonym pod względem kultury prawnej oraz o podobnym stopniu rozwoju rynku usług finansowych, jak i rynku nieruchomości, stanowi optymalny punkt odniesienia dla wysuniętych postulatów *de lege ferenda*.

Pogłębiona analiza wybranych regulacji została dokonana w określonych przypadkach i w odniesieniu do konkretnych zagadnień związanych z działalnością podmiotów typu REIT. Głównymi kryteriami doboru były odstępstwa od zaobserwowanego ogólnego nurtu uregulowania danego aspektu funkcjonowania lub podobieństwo rozwiązań zagranicznych z propozycjami krajowymi. Szerszej analizy komparatystycznej dokonano w węższym zakresie i w stosunku do ustawodawstwa następujących państw europejskich:

---

<sup>31</sup> Szerzej na temat badań prawnoporównawczych zob. I. Szymczak, *Metoda nauki o porównywaniu systemów prawnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, nr 3, s. 42.

<sup>32</sup> A. Szafrński, *O metodach badawczych w publicznym prawie gospodarczym*, „Studia Prawa Publicznego” 2023, nr 4, s. 63.

<sup>33</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 3. Ustawodawstwo regulujące funkcjonowanie REIT obowiązuje również w Wielkiej Brytanii, która była członkiem Unii Europejskiej do 31 stycznia 2020 r.

- 1) Belgia, Bułgaria, Grecja – w odniesieniu do regulacji związanych z dostępem do prowadzenia działalności jako podmioty typu REIT oraz nadzoru nad realizacją wymogów ustawowych, poprzez włączenie tych podmiotów w system nadzoru nad rynkiem finansowym;
- 2) Finlandia, Niemcy – w odniesieniu do regulacji związanych z ukierunkowaniem działalności podmiotów typu REIT na preferowany segment rynku nieruchomości;
- 3) Hiszpania, Portugalia – w odniesieniu do regulacji związanych z ustawowym obowiązkiem wypłaty zysku w formie dywidendy i sposobu określenia zysku przeznaczonego do wypłaty;
- 4) Finlandia, Grecja – w odniesieniu do regulacji związanych z zapewnieniem preferencyjnych zasad opodatkowania;
- 5) Irlandia, Wielka Brytania – w odniesieniu do regulacji związanych z ograniczeniami koncentracji własnościowej w ramach podmiotów typu REIT

Główną bazę źródłową dla celów analizy prawnoporównawczej, stanowiły zagraniczne akty normatywne regulujące działalność podmiotów typu REIT dostępne za pośrednictwem oficjalnych publikatorów. Tłumaczenie dla potrzeb pracy zostało dokonane z użyciem dostępnych translatorów internetowych. Kontrola prawidłowości tłumaczeń pozwalająca na ustalenie właściwych ekwiwalentów znaczeniowych poszczególnych pojęć<sup>34</sup> polegała na ich zestawieniu z anglojęzycznymi opracowaniami stworzonymi na potrzeby firm audytorskich oraz stowarzyszeń branżowych, które publikują materiały dotyczące prawnych ram funkcjonowania podmiotów typu REIT w poszczególnych państwach.

Ponadto, podjęty temat pracy w wymiarze źródłowym wymagał sięgnięcia do zagranicznej literatury prawniczej, w szczególności do opracowań amerykańskich, w celu dokonania ogólnej charakterystyki modelu REIT oraz odpowiedzi na szczegółowe pytania badawcze związane z wyróżnieniem cech determinujących przynależność podmiotów gospodarczych do tego modelu. Wykorzystana w pracy krajowa literatura przedmiotu, w znacznej mierze posłużyła do stworzenia podbudowy teoretycznej odnoszącej się do konkretnych regulacji prawnych przewidzianych w analizowanych projektach ustaw i problemów węzłowych wiążących się z procesem implementacji. Brak jest bowiem

---

<sup>34</sup> Szerzej na temat tłumaczeń tekstów prawnych zob. A. Doczekalska, *Comparative law and legal translation in the search for functional equivalents – intertwined or separate domains?* „Comparative Linguistics” 2013, vol. 16, s. 63 i nast.

polskojęzycznych opracowań poruszających kompleksowo prawne aspekty funkcjonowania podmiotów typu REIT. Wobec powyższego, pomocniczo oraz w celu uchwycenia szerszej perspektywy dotyczącej wdrożenia modelu REIT, w pracy znajdują się odniesienia do literatury z zakresu nauk ekonomicznych oraz nauk o zarządzaniu.

Istotnym źródłem informacji wykorzystanych w pracy były materiały powstałe w trakcie prowadzonych procesów legislacyjnych. Nieudane próby implementacji modelu REIT oraz wytworzone w trakcie prac uzasadnienia projektów ustaw, oceny skutków regulacji, raporty z opiniowania czy zgłaszane uwagi, stanowią wartościowe źródło wiedzy o potencjalnych problemach mających związek z wdrażanymi przepisami prawnymi. Opracowania wynikające ze współpracy między poszczególnymi podmiotami zaangażowanymi w proces legislacyjny oraz zawarta w nich polemika odnosząca się do kwestii merytorycznych, umożliwiają rozwinięcie elementu postulatycznego pracy, a także ocenę koherencji proponowanych rozwiązań w ramach systemu prawa<sup>35</sup>.

## 5. Struktura pracy

Praca doktorska składa się z wstępu, czterech rozdziałów, z których każdy poprzedzony został uwagami wstępnymi i zwieńczony uwagami końcowymi, oraz zakończenia. Układ został przygotowany w sposób umożliwiający zapoznanie się z historycznymi podstawami oraz istotą modelu REIT, aby następnie przejść do przedstawienia poszczególnych cech charakteryzujących ten model oraz analizy krajowych propozycji ustawodawczych w zakresie jest implementacji. Każdy z rozdziałów zawiera część poświęconą omówieniu oraz ocenie założeń zawartych w krajowych inicjatywach ustawodawczych, a odnoszących się do poruszanej w nim problematyki. W zakończeniu rozprawy doktorskiej zamieszczono syntezę wyników badań, potwierdzenie postawionych hipotez badawczych oraz postulaty *de lege ferenda* dotyczące optymalnego kształtu potencjalnej regulacji krajowej.

Rozdział pierwszy stanowi wprowadzenie do problematyki badań nad podmiotami typu REIT. Zostały w nim omówione podstawy funkcjonowania struktur wyrosłych na stosunku powiernictwa charakterystycznym dla państw o kulturze prawnej *common law*. Następnie przedstawiony został historyczny proces rozwoju regulacji ustawowych

---

<sup>35</sup> Szerzej na temat korzyści płynących z poszerzania współpracy podmiotów angażujących się w proces legislacyjny zob. M. Szydło, *Wpływ współpracy międzyinstytucjonalnej przy tworzeniu prawa na jego jakość*, „Przegląd Legislacyjny” 2020, nr 23, s. 9.

dotyczących działalności REIT w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Druga część rozdziału zawiera przegląd istniejących definicji podmiotów typu REIT oraz próbę wyróżnienia i usystematyzowania cech determinujących ogólny model REIT. Pozwala to na pośrednie wyznaczenie granic poruszanej problematyki poprzez wskazanie różnic pomiędzy podmiotami działającymi w modelu REIT, a innymi podmiotami gospodarczymi. Uporządkowanie opisanych kwestii jest istotne z punktu widzenia przejrzystości dalszych badań oraz możliwości wyprowadzenia prawidłowych wniosków odnoszących się do optymalnego kształtu przyszłej regulacji.

Drugi rozdział koncentruje się wokół problematyki uzyskania możliwości prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT oraz nadzoru nad prawidłowym jej wykonywaniem. Na początku rozdziału zostały przedstawione uwagi dotyczące podstawowych założeń prawno-organizacyjnych, takich jak formy prawne europejskich podmiotów typu REIT oraz ewentualne szczególne wymogi kapitałowe. Osiągnięcie przez podmiot przewidzianych prawem preferencji podatkowych każdorazowo obwarowane jest koniecznością spełnienia określonych wymogów. W związku z powyższym dalsza część rozdziału poświęcona została zasadom związanym z uzyskaniem dostępu do prowadzenia działalności w tym modelu. Podjęta została próba klasyfikacji istniejących rozwiązań oraz umiejscowienia krajowych założeń prawodawczych w ramach działających w Polsce form reglamentacji prowadzenia działalności gospodarczej. Zwieńczeniem rozdziału jest zaprezentowanie oraz analiza zasad sprawowania nadzoru nad działalnością podmiotów typu REIT. Szczególna uwaga została poświęcona zagadnieniu ich potencjalnej przynależności do podmiotów działających na rynku finansowym, a tym samym istnieniu teoretycznych podstaw do włączenia ich w system nadzoru nad rynkiem finansowym.

Rozdział trzeci stanowi merytoryczne rozwinięcie zarysowanej w rozdziale pierwszym problematyki dotyczącej cech pozwalających zakwalifikować konkretny podmiot jako działający w modelu REIT. W pierwszej kolejności przedstawiono uwagi ogólne związane z rynkiem nieruchomości jako tradycyjnym obszarem działalności tych podmiotów. Pozwoliło to na przejście do prawnoporównawczego zestawienia rozwiązań dotyczących ukierunkowania działalności podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości. Druga część rozdziału oscyluje wokół zagadnień obowiązkowej wypłaty wypracowanego zysku na określonym przez prawo poziomie, zapewniającej gwarancję osiągnięcia przez inwestorów pewnych transferów pieniężnych w postaci dywidendy. Ostatni element rozdziału stanowi omówienie istoty preferencji podatkowych przyznawanych

podmiotom typu REIT w celu eliminacji zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym.

Czwarty rozdział skupia się na cechach, które w praktyce są częstym elementem ustawodawstwa regulującego działalność poszczególnych podmiotów typu REIT, jednak nie przesądzających o przynależności danego podmiotu do tego modelu prowadzenia działalności. W rozdziale omówiono regulacje związane z ograniczeniami nadmiernej koncentracji struktury własnościowej, obowiązkiem wprowadzenia akcji do publicznego obrotu, czy ograniczeniami w zakresie maksymalnego poziomu finansowania dłużnego. Analiza powyższych zagadnień nakierowana jest na ukazanie możliwie najpełniejszego obrazu funkcjonowania podmiotów typu REIT.

Praca uwzględnia stan prawny obowiązujący w dniu 30 listopada 2025 r.

# **Rozdział I. Ogólna charakterystyka podmiotów typu real estate investment trust**

## **1.1. Uwagi wstępne**

Pomimo podjętych prób przyjęcia w Polsce przepisów wyznaczających ramy funkcjonowania podmiotów działających w modelu REIT, problematyka ta nie jest dostatecznie opisana w nauce przedmiotu. Przejście do omówienia poszczególnych aspektów relewantnych z punktu widzenia możliwej implementacji, wymaga ogólnego przedstawienia poruszanej problematyki. Umożliwi to zaznajomienie szerszego grona odbiorców z istotą modelu REIT, procesem jego historycznego kształtowania oraz ułatwi analizę dokonywaną w dalszych częściach pracy. Punktem wyjścia dla rozważań rozdziału są zagadnienia związane z anglosaskim rozumieniem instytucji powiernictwa oraz ewolucją trustu jako jednej z form zbiorowego inwestowania, w tym inwestowania na rynku nieruchomości. Zaprezentowanie znaczenia trustu i możliwości jego zastosowania w stosunkach gospodarczych, pozwoli na przeanalizowanie procesu wdrażania oraz rozwoju REIT w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Doświadczenia amerykańskie uwidaczniają złożoność problematyki związanej z wyznaczeniem prawnych ram funkcjonowania podmiotów typu REIT oraz wskazują na najistotniejsze zagadnienia wymagające ingerencji ustawodawczej.

Kolejna część rozdziału skupiona jest wokół wyodrębnienia cech charakteryzujących model REIT. Sukces gospodarczy i popularność, jaką REIT zyskały wśród inwestorów amerykańskich, przyczyniły się do ich rozprzestrzenienia na całym świecie, w tym w wielu państwach europejskich. Proces przenikania ogólnych założeń do wielu, często różniących się porządków prawnych, wymagała odpowiedniego dostosowania na gruncie przepisów w poszczególnych krajach. Skutkowało to koniecznością wprowadzania odpowiednich zmian względem amerykańskiego pierwowzoru. Poczynione w tej części uwagi sprowadzają się do próby uchwycenia istoty modelu REIT, jako sposobu zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości. W rozdziale wskazano cechy, które zdaniem autora charakteryzują ten model działalności oraz funkcjonujące w jego ramach podmioty. Dokonana analiza porusza także występujące w praktyce cechy tradycyjnie związane z działalnością podmiotów typu REIT, jednak niedeterminujące ich przynależności do ogólnego modelu REIT.

Ostatnia część rozdziału stanowi próbę umiejscowienia poruszanej problematyki w ramach krajowego porządku prawnego. Wprowadzenie regulacji zakładającej stworzenie ram prawnych dla krajowego podmiotu typu REIT wiąże się z koniecznością dokonania szeregu zmian, charakteryzujących się różnymi metodami regulacji prawnej. Podrozdział ten wskazuje, których gałęzi prawa dotyka ustawodawstwo mające na celu implementowanie do porządku prawnego modelu REIT oraz jak wiele spośród norm regulujących funkcjonowanie podmiotów typu REIT, należy do domeny prawa publicznego.

## 1.2. Stosunek powiernictwa jako podstawa real estate investment trust

### 1.2.1. Historyczny rozwój oraz istota stosunków powierniczych

Brak występowania w państwach Europy kontynentalnej, wyrosłych w tradycji romanistycznej, bezpośredniego odpowiednika anglosaskiego trustu powoduje, że już sama nazwa *real estate investment trust* bywa niezrozumiała dla prawników funkcjonujących w systemie prawa kontynentalnego. Niewystępowanie w Polsce oraz innych krajach europejskich należących do systemu *ius civile* stosunku powiernictwa porównywalnego z trustem powoduje, że pojęcie to nie ma odpowiednika w języku polskim<sup>36</sup>. Pomimo odległych wspólnych korzeni, których dopatrywać można się w rzymskiej fiducji, trust określany jest jako niezależna i autonomiczna instytucja powstała w systemie *common law*<sup>37</sup>. Cechy systemu prawa precedensowego oraz prosta pod względem formalnym i organizacyjnym konstrukcja trustu spowodowały, że stał się on instytucją powszechnie stosowaną w wielu aspektach życia, znajdując zastosowanie zarówno w prawie prywatnym, jak i publicznym<sup>38</sup>. W literaturze jako wyraz znaczenia instytucji trustu dla państw *common law* przytacza się stwierdzenie francuskiego badacza Paula Lepaulla'a, zgodnie z którym „trust jest aniołem stróżem Anglosasa, który towarzyszy mu nieustannie,

---

<sup>36</sup> K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze w prawie angielskim*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1996, z. 2, s. 293; Autorka zwraca jednak uwagę na istnienie w literaturze polskiej utrwalonego polskojęzycznego tłumaczenia słowa trust, jako „instytucji powierniczej” oraz tłumaczenia terminu *trustee*, będącego podmiotem, na którego przenoszona jest własność majątku powierniczego, jako „właściciela powierniczego”.

<sup>37</sup> R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa – konstrukcja prawna zarządu powierniczego*, Warszawa 2005, s. 25.

<sup>38</sup> K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 294.

od kołyski aż po grób”<sup>39</sup>. Biorąc pod uwagę funkcje spełniane przez trusty na przestrzeni wieków, na przykład w ramach stosunków rodzinnych i prawa spadkowego, powyższy cytat właściwie ukazuje przywiązanie do tej instytucji. Z punktu widzenia dalszej części pracy istotne jest wyjaśnienie podstawowych zasad konstrukcyjnych anglosaskiego trustu, okoliczności towarzyszących jego powstaniu, a także przyczyn, które wpłynęły na rozpowszechnienie jego stosowania w licznych aspektach życia codziennego.

Punktem wyjścia dla dalszych rozważań powinno być sprecyzowanie samego pojęcia powiernictwa. Powiernictwo jest terminem nie występującym w przepisach polskiego prawa cywilnego i nieuregulowanym normatywnie. Jak słusznie wskazuje A. Kędzierska-Cieślak, zdefiniowanie powiernictwa jest zadaniem niełatwym, gdyż wymaga zastosowania przesłanek wykraczających poza obowiązujące przepisy prawa, przy jednoczesnym poszanowaniu jego granic<sup>40</sup>. Wskazuje również na problematykę niemożności posłużenia się regułami wykładni językowej odwołującymi się do znaczeń w języku powszechnym, z tego powodu, że pojęcia „powiernictwa”, „fiducji”, „czynności powierniczych” czy „czynności fiducyjnych”, to pojęcia specjalistyczne właściwe dla semantyki języka prawniczego<sup>41</sup>. Drugi problem pojawiający się przy próbie zdefiniowania powiernictwa wynika z faktu, że pomimo wspólnego rzymskiego kośćca powiernictwa kontynentalnego, ewolucja tej instytucji charakteryzowała się dużą niejednorodnością<sup>42</sup>.

Tradycyjnie za źródło powiernictwa w przypadku krajów systemu *ius civile*, uznaje się istniejące w prawie rzymskim kontrakty powiernicze (*fiducia*), w szczególności *fiducia cum creditore contracta* i *fiducia cum amico contracta*, a także zapis spadkodawcy w postaci *fideicommissum*<sup>43</sup>. Kontrakty powiernicze były umowami realnymi, polegającymi na przeniesieniu własności pewnej rzeczy na inną osobę z zastrzeżeniem, że w przypadku zajścia określonych okoliczności osoba ta zobowiązywała się z powrotem przenieść własność rzeczy na pierwotnego właściciela<sup>44</sup>. *Fiducia cum creditore contracta* stanowiła sposób zabezpieczenia wierzytelności polegający na przeniesieniu przez dłużnika własności rzeczy na wierzyciela, z równoczesnym zobowiązaniem wierzyciela do

---

<sup>39</sup> P. Lepaulle, *Traité théorique et pratique des trusts en droit interne, droit fiscal et en droit international*, Paryż 1932, s. 114; za P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2005, s. 49.

<sup>40</sup> A. Kędzierska-Cieślak, *Powiernictwo (próba określenia konstrukcji prawnej)*, „Państwo i Prawo” 1977, nr 8-9, s. 46.

<sup>41</sup> *Ibidem*, s. 46.

<sup>42</sup> P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim...*, s. 17.

<sup>43</sup> *Ibidem*, s. 17 i nast.; Rykowski R., *Pojęcie powiernictwa...*, s. 3 i nast.; M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki powiernicze w prawie porównawczym i prawie międzynarodowym*, Katowice 2016, s. 38 i nast.; K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 294.

<sup>44</sup> M. Kuryłowicz, A. Wiliński, *Rzymskie prawo prywatne. Zarys Wykładu*, Warszawa 2013, s. 244.

powrotnego przeniesienia własności rzeczy na dłużnika w przypadku spełnienia świadczenia<sup>45</sup>. Instytucja ta stanowiła podstawę funkcjonującego obecnie w prawie polskim przewłaszczenia na zabezpieczenie, które kwalifikuje się jako czynność powiernicza<sup>46</sup>. *Fiducia cum amico contracta* polegała natomiast na przeniesieniu własności rzeczy na osobę obdarzoną szczególnym zaufaniem z zastrzeżeniem warunku zwrotnego w celu osiągnięcia określonego efektu mogącego polegać, np. na przechowaniu majątku w przypadku nieobecności w kraju lub zapewnieniu możliwości swobodnego używania rzeczy osobie zaufanej<sup>47</sup>. Z kolei *fideicommissum*, a zwłaszcza jego szczególna forma jaką był fideikomis uniwersalny (*fideicommissum hereditatis*), stanowił instytucję rzymskiego prawa spadkowego polegającą na poleceniu spadkobiercy przekazania całości spadku oznaczonej osobie, czyli fideikomisariuszowi uniwersalnemu. Fideikomisariusz uniwersalny miał w ten sposób możliwość otrzymania spadku obejmującego wyłącznie aktywa, gdyż długi spadkowe musiały pozostać przy formalnym spadkobiercy, który zwany był również dziedzicem powierniczym (*heres fiduciarius*)<sup>48</sup>.

Mimo że anglosaska odmiana stosunku powiernictwa, jaką jest trust, wykształciła się w okresie średniowiecza w sposób niezależny i nie stanowiła dalszego etapu rozwoju powiernictwa ukształtowanego w prawie rzymskim, potrzeby społeczne, rodzinne i gospodarcze leżące u jej podstaw, co do swej istoty pozostawały tożsame. Trust ma swój początek już w okresie wypraw krzyżowych, a jego pierwowzorem była instytucja określana mianem *feoffment of uses*, polegająca na przeniesieniu własności majątku przez powierającego (*feoffor*) na powiernika (*feoffee to uses*), z jednoczesnym zobowiązaniem zarządzania przeniesionym majątkiem w interesie określonej osoby lub osób trzecich (*cestui que use*)<sup>49</sup>. Istniejący ówczesnie w Anglii system stosunków feudalnych i prawo spadkowe powodowały, że w przypadku śmierci rycerza jego dobra nie mogły być bezpośrednio odziedziczone przez małoletnie dzieci i do czasu osiągnięcia przez nie pełnoletniości powracały pod zarząd seniora<sup>50</sup>. Długoletnia wyprawa krzyżowa powodowała także inne niebezpieczeństwa dla pozostawionego majątku, w szczególności ryzyko jego znacznego uszczuplenia na skutek braku należytego zarządu. W celu zapobieżenia zewnętrznym zagrożeniom mogącym uszczuplić majątek oraz ewentualnym sporom

---

<sup>45</sup> *Ibidem*, s. 244

<sup>46</sup> A. Kędzierska-Cieślak, *Powiernictwo...* s. 44.

<sup>47</sup> M. Kuryłowicz, A. Wiliński, *Rzymskie prawo prywatne...*, s. 244.

<sup>48</sup> *Ibidem*, s. 165.

<sup>49</sup> R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 18.

<sup>50</sup> K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 297.

spadkowym, wyjeżdżający panowie feudalni przenosili własność majątku na osobę zaufaną, polecając jej dbanie o przekazane dobra oraz utrzymywanie pozostawionej rodziny.

Opisana konstrukcja prawna miała również wady, które ujawniały się na płaszczyźnie przeniesienia własności majątku na powiernika. Przeniesienie to było definitywne i wwiązywało powiernika we wszelkie uprawnienia wynikające z prawa własności, z jednoczesnym pozbawieniem ich powierzającego. Nie istniały regulacje pozwalające egzekwować osobom uprawnionym (powierzającemu, spadkobiercom lub innym określonym osobom) zwrot powierzonego majątku oraz świadczenia, do których spełniania zobowiązany był powiernik. Normy obowiązujące ówczesnie w systemie *common law* charakteryzowały się dużym stopniem formalności i rygoryzmu, a dochodzenie ochrony swoich praw przed sądem było powiązane z koniecznością wniesienia powództwa na specjalnym formularzu (*writs*), właściwym dla konkretnego rodzaju sprawy<sup>51</sup>. Oparcie instytucji *feoffment to uses* wyłącznie na stosunku zaufania do powiernika oraz brak możliwości uzyskania ochrony sądowej (wynikającej z niedostosowania ówczesnych procedur sądowych), stwarzały ryzyko uszkodzenia powierzającego i uprawnionych osób poprzez sprzeniewierzenie majątku lub nie realizowanie innych obowiązków<sup>52</sup>.

Poszkodowanym w wyniku działań powiernika pozostawała możliwość dochodzenia ochrony swych praw przed królem, który jako suweren nie był związany obowiązującym prawem i mógł wydać wyrok opierając się jedynie na własnym przekonaniu co do słuszności przedstawianych przed jego obliczem roszczeń. Praktyka rozstrzygania sporów sądowych przez monarchę w oparciu o zasady słuszności, doprowadziła do powstania istniejącego do dziś podziału norm w prawie angielskim na normy *common law* i normy *equity* (ang. słuszność)<sup>53</sup>. Monarcha wykonywanie swoich obowiązków powierzał kanclerzowi (*cancellarius*), który po likwidacji urzędu justycjariusza (*justiciarius totius regni Angliae*) stał się urzędnikiem kurii odpowiedzialnym jednocześnie za prowadzenie kancelarii królewskiej i sprawowanie funkcji sądowych<sup>54</sup>. W połowie XIV wieku powstał centralny sąd zwany sądem kanclerskim. Sąd ten rozstrzygał sprawy w sposób przynależny królowi, to jest z pominięciem prawa powszechnego i w oparciu o normy

---

<sup>51</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 31 – 32, P. Stec, *O anglosaskim i kontynentalnym rozumieniu powiernictwa*, „Problemy Współczesnego Prawa Międzynarodowego Europejskiego i Porównawczego” 2003, Vol. 1, s. 10.

<sup>52</sup> P. Stec, *O anglosaskim i kontynentalnym...*, s. 10.

<sup>53</sup> *Ibidem*, s. 11.

<sup>54</sup> M. Klementowski, *Powszechna historia ustroju*, Warszawa 2012, s. 195.

*equity*<sup>55</sup>. W orzecznictwie sądu kanclerskiego ukształtowały się podstawowe zasady ochrony powierzonego majątku przed działaniami powiernika uznanymi za niezgodne z zasadami słuszności, a osoby dochodzące ochrony zaczęto nazywać beneficjentami (*cesqui que trust*)<sup>56</sup>. Analiza uprawnień przysługujących powiernikowi i beneficjentom względem majątku powierniczego, doprowadziła do wykreowania koncepcji określanej mianem „własności podzielonej” (*divided ownership*) lub „podwójnej własności” (*dual ownership*). Opierała się ona na uznaniu, że powiernikowi przysługuje własność majątku w ujęciu formalnym, bazująca na ogólnych zasadach *common law* (*legal ownership*), której po stronie beneficjenta odpowiada własność na zasadach słuszności (*equitable ownership*)<sup>57</sup>.

Kres rozwojowi średniowiecznych *uses* w roku 1536 położył *Statute of Uses*, wprowadzający zakaz korzystania z tej instytucji. Wprowadzenie zakazu było wynikiem negatywnych skutków, jakie przenoszenie majątku z pominięciem zasad dotyczących spadkobrania wywoływało dla seniorów feudalnych. Nabycie majątku w drodze dziedziczenia wiązało się z obowiązkiem uiszczenia opłaty na rzecz swojego seniora, zaś przekazanie majątku w ramach struktury powierniczej *uses* pozwalało uniknąć tej opłaty. Pomimo wprowadzenia zakazu tworzenia *uses*, dalej istniała szeroka potrzeba gospodarcza i społeczna posługiwania się podobnym stosunkiem powierniczym, co doprowadziło do powstania trustów, będących w istocie kopią ich zakazanego pierwowzoru. Należy zauważyć, że do dziś istnieje w prawie angielskim podział na normy *common law* i *equity*, pomimo dokonania unifikacji na podstawie *Supreme Court of Judicature Act of 1873* oraz *Supreme Court of Judicature Act of 1875*, która wiązała się z ostateczną likwidacją sądu kanclerskiego i przekazaniem uprawnień do orzekania na podstawie norm *equity* sądom powszechnym<sup>58</sup>. Rozwijające się reguły określające wzajemne uprawnienia i obowiązki powiernika oraz beneficjentów oparte na normach *equity*, stały się podstawą wyróżnianej współcześnie dziedziny prawa, jaką w krajach anglosaskich jest *law of trusts*<sup>59</sup>.

Pomimo zgody co do ogólnej idei trustu, w której powiernik jest formalnym właścicielem majątku powierniczego, a własność na zasadach słuszności przysługuje

---

<sup>55</sup> *Ibidem*, s. 195.

<sup>56</sup> K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 297.

<sup>57</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 37 i nast.; Rykowski R., *Pojęcie powiernictwa...*, s. 32.

<sup>58</sup> K. Górniak, *Trust w prawie kontynentalnym*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2022, z. 2, s. 277; Autor opisując relację zachodzącą pomiędzy normami *common law* i *equity*, po dokonaniu nowelizacji zakładającej połączenie kompetencji orzeczniczych na podstawie obu tych porządków w ramach sądownictwa powszechnego, przywołuje cytat z W. Ashburnera, który stwierdził, że „te dwa strumienie płyną jednym korytem, lecz nie mieszają się”.

<sup>59</sup> P. Stec, *O anglosaskim i kontynentalnym...*, s. 11.

beneficjentowi, dotychczas w nauce prawa anglosaskiego nie powstała satysfakcjonująca wszystkich definicja trustu<sup>60</sup>. Dla potrzeb pracy właściwe jest zaprezentowanie definicji opartych na wskazaniu podstawowych cech wyróżniających trusty, co pomoże zrozumieć zjawisko powszechnego stosowania tej instytucji w różnych stosunkach społeczno-gospodarczych. Ogólna definicja zaproponowana przez R.H. Maudsley'a i E.H. Burn'ta określa trust jako stosunek prawny dotyczący mienia o charakterze powierniczym, powstający w wyniku ujawnienia zamiaru powołania go do życia, w którym na właścicielu powierniczym ciąży oparty na zasadach słuszności obowiązek używania mienia na korzyść osoby trzeciej<sup>61</sup>. Z kolei D. Hayton twierdzi, że trust powstaje, gdy własność majątku należącego do danej osoby zostanie przekazana powiernikowi w celu zarządzania nią i z zamiarem przysporzenia korzyści beneficjentom lub w celu charytatywnym. Majątek ten nie staje się jednak częścią majątku powiernika, lecz majątkiem odrębnym chronionym przed roszczeniami wierzycieli osobistych powiernika, jego małżonkiem lub spadkobiercami<sup>62</sup>. D.W. Waters przedstawia definicję przyjmując, że trust powstaje, kiedy dana osoba (*settlor*) dokonuje rozporządzenia określonym prawem majątkowym na rzecz właściciela powierniczego (*trustee*), a ten zobowiązany jest, zgodnie z *equity law*, do czasowego zarządzania nim w imieniu własnym, ale z korzyścią dla osoby trzeciej (*beneficiary*). Z reguły korzyść ta polega na wypłacaniu określonej części majątku w formie stałej renty (*fixed interest trust*), z zastrzeżeniem, że wystąpienie określonego zdarzenia może rodzić także obowiązek przeniesienia prawa na beneficjenta<sup>63</sup>. Ostatnia z przytoczonych definicji najpełniej oddaje istotę trustu, skupiając się zarówno na podmiotach związanych z jego utworzeniem i funkcjonowaniem, jak również na majątkowym charakterze nakierowanym na uzyskiwanie korzyści przez beneficjenta. Pomimo że w praktyce obrotu prawnego układ może być różny i ustanawiający trust może być jednocześnie beneficjentem lub powierzyć sobie rolę powiernika, to w większości opracowań jako podstawowy opisywany jest model składający się z trzech podmiotów.

Podmiotem inicjującym powstanie trustu jest *settlor* (w Stanach Zjednoczonych Ameryki nazywany *grantor* lub *trustor*) określany w języku polskim mianem ustanawiającego trust, założyciela lub rozporządzającego. Możliwość ustanowienia trustu ma

---

<sup>60</sup> P.H. Pettit, *Equity and the Law of Trusts*, Oxford 2012, s. 30.

<sup>61</sup> E.H. Burn, R.H. Maudsley, *Trusts and Trustees: Cased and Materials*, London, Dublin, Edinburg, 1990, s. 6, za: K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 299.

<sup>62</sup> D.J. Hayton, *Hayton & Marshall Commentary and Cases on The Law of Trusts and Equitable Remedies*, London 2001, s. 1, za: P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim...*, s. 37.

<sup>63</sup> D.W. Waters, *The Common Law Trust in Modern World*, Forum Internationale 1984, nr 5, s. 4, za: R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 29.

każdy podmiot posiadający zdolność prawną i zdolność do rozporządzania składnikami swojego majątku<sup>64</sup>. Ustanawiającym może więc zostać osoba fizyczna, o ile posiada pełną zdolność do czynności prawnych oraz osoba prawna, jeżeli możliwość utworzenia trustu została przewidziana w jej aktach wewnętrznych<sup>65</sup>. Rola podmiotu działającego jako ustanawiający kończy się wraz utworzeniem trustu, jednak jak wyżej wskazano nie ma przeszkód, aby osoba działająca jako *settlor* ustanowiła samego siebie powiernikiem lub beneficjentem. Obowiązkiem ustanawiającego jest przeniesienie wyodrębnionej części majątku na powiernika. Może on również zastrzec dla siebie szczególne uprawnienia w zakresie powoływania i odwoływania powiernika oraz prawa likwidacji trustu<sup>66</sup>

Prawo podmiotowe do majątku powierniczego oparte na zasadach słuszności (*equitable ownership*) przysługuje określonemu beneficjentowi lub beneficjentom. Brak jest szczególnych ograniczeń dotyczących zdolności do bycia beneficjentem, którym mogą być wszystkie osoby prawne oraz osoby fizyczne<sup>67</sup>. Zdarzają się przypadki, w których osoba beneficjenta w ogóle nie jest określona. Ma to miejsce w wypadku trustów pożytku publicznego, w którym ustanawiający doprecyzowuje jedynie cel na jaki mają zostać przeznaczone środki zarządzane i wypracowywane przez powiernika<sup>68</sup>. W sytuacji zaistnienia określonych warunków beneficjenci są uprawnieni do przeniesienia na nich majątku powierniczego oraz mogą podejmować działania zmierzające do ochrony tego majątku, jeśli powiernik nie wykonuje lub wykonuje nienależycie swoje obowiązki. Beneficjenci posiadają roszczenia o charakterze roszczeń *in personam*, mające zapewnić możliwość egzekwowania od powiernika prawidłowego wykonywania jego obowiązków, jak i roszczenia *in rem*, skuteczne *erga omnes*, służące do ochrony majątku powierniczego zbytego z naruszeniem postanowień trustu<sup>69</sup>. Warto zaznaczyć, że uprawnienia beneficjenta określane mianem *beneficial interest*, stanowią swego rodzaju „udział” w majątku powiernicznym, co do zasady są zbywalne, jednak mogą zostać przewidziane

---

<sup>64</sup> P.H. Pettit, *Equity and the Law...*, s. 45.

<sup>65</sup> *Ibidem*, s. 46; K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 302.

<sup>66</sup> P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim...*, s. 74.

<sup>67</sup> Jak wskazuje K. Michałowska, jako beneficjent trustu może być wskazany *nasciturus*, a także osoba, która jeszcze nie została poczęta. W takim przypadku konieczne wydaje się wskazanie z jakiego związku lub przez jaką osobę taki beneficjent zostanie urodzony, aby można było bezspornie ustalić osobę uprawnioną; Zob. K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 302.

<sup>68</sup> W przypadku trustów pożytku publicznego, w których nie występuje sprecyzowana osoba beneficjenta, uprawnienia w zakresie kontroli działalności powiernika i ochrony majątku powierniczego najczęściej realizuje określony prawem organ władzy publicznej; Zob. P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim...*, s. 75.

<sup>69</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 111.

ograniczenia dotyczące swobodnego rozporządzania nimi<sup>70</sup>. W niektórych przypadkach może dojść do sytuacji, gdy ustanawiający w celu rozłożenia świadczeń należnych beneficjentowi w czasie wprowadza ograniczenia niweczące skutki nieuprawnionego zbycia ogółu uprawnień w truscie.

Kluczową rolę w funkcjonowaniu trustu odgrywa *trustee*, określanymi w języku polskim mianem powiernika lub właściciela powierniczego. Pojęcie „właściciel powierniczy” związane jest z własnością w wymiarze formalnym (*legal ownership*), która przysługuje powiernikowi po ustanowieniu trustu i przekazaniu majątku przez ustanawiającego. Pozycję powiernika ugruntowuje również fakt, iż trust sam w sobie nie jest oddzielnym podmiotem praw i nie posiada osobowości prawnej. Ustanowienie trustu skutkuje wejściem powiernika w sferę wszelkich praw przysługujących ustanawiającemu w stosunku do majątku oddanego w powiernictwo. Majątek ten stanowi odrębną od majątku osobistego powiernika masę, która podlega szczególnym zasadom ochrony wobec wierzycieli osobistych powiernika, wierzycieli osobistych beneficjentów oraz na wypadek nieuprawnionego rozdysponowania majątkiem powierniczym na rzecz osób trzecich<sup>71</sup>. Podobnie jak w przypadku beneficjentów, możliwość zostania powiernikiem nie jest obwarowana szczególnymi ograniczeniami. Powiernikiem może być każda osoba fizyczna posiadająca pełną zdolność do czynności prawnych oraz osoba prawna<sup>72</sup>. Nie istnieją również przeszkody, aby ustanowić więcej niż jednego powiernika. Występują jednak sytuacje, w których przepisy określają wymaganą maksymalną lub minimalną liczbę powierników. Pozycja powiernika jest znacząca nie tylko ze względu na uzyskanie formalnego władztwa nad cudzym majątkiem. Z władztwem tym wiążą się wyrosłe na szczególnym zaufaniu oraz normach *equity* obowiązki i uprawnienia w stosunku do majątku powierniczego oraz beneficjentów, które każdorazowo powinny zostać sprecyzowane

---

<sup>70</sup> P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim...*, s. 103; Dosłownie wyrażenie *beneficial interest* można przetłumaczyć jako „prawo korzystania” lub „umowne korzyści”, tak m.in. E. Ożga, *The great dictionary of law and economics. Vol. 1. English-Polish*, Warszawa 2018, s. 76; Dla określenia ogółu praw przysługujących beneficjentom trustu używa się również określenia *beneficial power*; tj. „prawa beneficjenta”, tak m.in. J. Jaślan, H. Jaślan, *Słownik terminologii prawnej i ekonomicznej angielsko-polski*, Warszawa 2015, s. 70; Należy zaaprobować zaproponowane przez P. Steca określenie „udział w majątku powierniczym” w odniesieniu do ogółu zbywalnych prawa beneficjenta trustu, gdyż w sposób najbardziej precyzyjny oddaje ich istotę, w sytuacji w której brak jest bezpośredniego polskiego odpowiednika tego określenia.

<sup>71</sup> *Ibidem*, s. 88; M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 111.

<sup>72</sup> W pewnych przypadkach przepisy mogą nakładać obowiązek spełniania określonych wymogów lub legitymowania się przez powierników odpowiednimi kompetencjami; Zob. K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 302.

w warunkach trustu. R. Rykowski jako ogólne założenia zarządu sprawowanego przez powiernika wskazuje<sup>73</sup>:

- 1) wykonywanie zarządu zgodnie z wolą ustanawiającego określoną w warunkach trustu;
- 2) podejmowanie działań przy uwzględnieniu należytej staranności określanej z uwzględnieniem okoliczności wykonywania zarządu powierniczego jako podmiot profesjonalny lub nieprofesjonalny;
- 3) uwzględnianie wymogów podyktowanych dobrą wiarą oraz działanie z przekonaniem, że nie dochodzi do naruszenia zasad lojalności;
- 4) działanie na korzyść beneficjenta, z założeniem, że oceny zasadności podejmowanych działań w oparciu o warunki trustu dokonuje powiernik<sup>74</sup>.

Trusty klasyfikowane są na wiele sposobów i z zastosowaniem rozmaitych kryteriów. Jedną z najpowszechniejszych metod podziału, jest ta oparta na wyróżnieniu sposobów powstania trustu. Podstawowy podział zakłada istnienie trzech rodzajów trustów<sup>75</sup>:

- 1) *express trust* – utworzony w wyniku świadomie i wyraźnie podjętej czynności prawnej;
- 2) *constructive trust* – zwany trustem sędziowskim, powstający w przypadku, w którym normy *equity* wymagają aby właściciela mienia traktować, jak powiernika, oraz;
- 3) *resulting trust* – zwany trustem zwrotnym, którego przesłanką powstania jest następcza nieskuteczność pełnego rozporządzenia na rzecz beneficjentów.

Nie ulega wątpliwości, że z punktu widzenia relacji społecznych, rodzinnych oraz gospodarczych najistotniejszą rolę w obrocie odgrywają *express trust*. W tym przypadku ustanawiający trust na mocy czynności prawnej o charakterze *inter vivos* lub *mortis causa*, dokonuje jednostronnego oświadczenia woli w postaci aktu założycielskiego trustu (ang. *act of fundation*, am. *declaration of trust*) oraz przenosi określone składniki majątku na rzecz powiernika (*act of disposition*)<sup>76</sup>. Dla ważności aktu założycielskiego istotne jest zawarcie trzech elementów przedmiotowo istotnych<sup>77</sup>:

---

<sup>73</sup> R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 39 - 40.

<sup>74</sup> R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 39 - 40.

<sup>75</sup> Zob. szerzej: P. Stec, *O anglosaskim i kontynentalnym...*, s. 13 i nast.; K. Michałowska, *Trust i stosunki powiernicze...*, s. 311.

<sup>76</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 116 i nast.

<sup>77</sup> *Ibidem*, s. 117; P.H. Pettit, *Equity and the Law...*, s. 48 i nast.

- 1) złożenie niebudzącego wątpliwości oświadczenia woli o ustanowieniu trustu;
- 2) określenia przekazywanych składników majątkowych oraz;
- 3) określenie beneficjentów (a w przypadku trustów pożytku publicznego wskazanie celu na jaki mają być przekazywane środki).

### 1.2.2. Gospodarcze i inwestycyjne wykorzystanie stosunków powierniczych

Łatwość tworzenia trustów oraz znaczna swoboda w określaniu warunków ich funkcjonowania, wpłynęły na rozpowszechnienie tej instytucji w wielu stosunkach społecznych i gospodarczych. Trusty angielskie, historycznie wyrosłe jako instytucja służąca ochronie majątku, są powszechnie stosowane jako instrument realizacji celów związanych ze stosunkami rodzinnymi, prawem spadkowym, działalnością charytatywną i inną działalnością społeczną. Przeniesienie majątku na powiernika i zobowiązanie go warunkami trustu do wypłaty uzyskanych dochodów na rzecz określonych beneficjentów (dzieci, krewnych, osób niepełnosprawnych itp.), pozwala zabezpieczyć finansowo wskazane osoby na wypadek śmierci ustanawiającego albo pogorszenia się jego sytuacji majątkowej<sup>78</sup>. Trust w pewnym wymiarze umożliwia również ukrycie tożsamości słuźnościowego właściciela majątku lub spełnia rolę podobną do funkcjonującej w prawie polskim dyspozycji wkładem bankowym na wypadek śmierci<sup>79</sup>. Chcąc przekazać część majątku wybranej osobie (np. nieślubnemu dziecku) ustanawia się trust ze zobowiązaniem powiernika do przeniesienia własności na tę osobę w przypadku śmierci ustanawiającego, a rozrządzenia takiego nie trzeba ujawniać w testamencie<sup>80</sup>. Trusty wykorzystywane w opisanych wyżej celach, z uwagi na ich częstą cechę związaną z nieodpłatnym przysporzeniem na rzecz osób najbliższych nazywa się *private trusts*.

Trusty znajdują zastosowanie również w sferze społecznej tworząc kategorię podmiotów określanych jako *charity trust*, czyli trusty dobroczynne (charytatywne). Głównym założeniem tych trustów jest zobowiązanie powiernika do zarządzania majątkiem i czynieniu świadczeń na rzecz wsparcia określonego celu społecznie użytecznego. Jak wcześniej wskazano konstrukcja *charity trust* jest szczególna, gdyż nie występuje tu podmiot w postaci beneficjenta, a jedynie określony cel społecznie użyteczny nad

---

<sup>78</sup> P. Stec, *O anglosaskim i kontynentalnym...*, s. 22.

<sup>79</sup> Zob. art. 56 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1646 z późn. zm.).

<sup>80</sup> K. Górniak, *Trust w prawie...*, s. 290.

wykonaniem, którego czuwają właściwe organy władzy publicznej<sup>81</sup>. Trusty dobroczynne w systemie prawnym *common law* realizują zadania będące domeną kontynentalnych fundacji. Konstrukcja trustu umożliwia również funkcjonowanie stowarzyszeń, klubów i innych organizacji społecznych nieposiadających osobowości prawnej<sup>82</sup>. Jako odpowiednik tych podmiotów na gruncie prawa polskiego można wskazać np. stowarzyszenia zwykłe, z tą zasadniczą różnicą, że w prawie angielskim nie występuje konstrukcja jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej, którym ustawa przyznaje zdolność prawną. W związku z powyższym, trust stanowi swego rodzaju dozwolone obejście prawa umożliwiające tym podmiotom gromadzenie majątku, poprzez ustanowienie powiernika będącego formalnym właścicielem i wykonującym kompetencje zarządcze w zgodzie z postanowieniami trustu i aktami założycielskim organizacji<sup>83</sup>.

Opisane zastosowania trustu są powszechne i oczywiste dla praktyki prawniczej zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Wykorzystanie trustu do celów *stricte* zarobkowych, związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej lub inwestycyjnej jest mniej oczywiste i rozpowszechnione szerzej w Stanach Zjednoczonych Ameryki niż w kolebce trustów jaką jest Wielka Brytania. Dokonanie ponownego przeglądu podstawowych cech trustu prowadzi do wniosku, że konstrukcja ta w wielu aspektach jest konkurencyjna w stosunku do innych form prowadzenia działalności gospodarczej, w szczególności spółek. Spośród tych cech wyróżnić należy<sup>84</sup>:

- 1) elastyczność konstrukcji i swobodę w kształtowaniu praw i obowiązków stron;
- 2) brak formalizmu przy tworzeniu trustu oraz brak obowiązków związanych z rejestracją lub ewidencjonowaniem;
- 3) minimalizację kosztów zarządu majątkiem powierniczym oraz kosztów nadzoru właścicielskiego;
- 4) ochronę interesów majątkowych beneficjentów i istniejący po stronie powiernika obowiązek zachowania należytej staranności przy wykonywaniu obowiązków powierniczych.

Współcześnie funkcja trustów nie ogranicza się wyłącznie do celów związanych z zachowaniem majątku, uposażeniem rodziny oraz realizacją zadań społecznie użytecznych. Szerokie zastosowanie powiernictwa w obrocie pozwala na wyróżnienie grupy

---

<sup>81</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 102.

<sup>82</sup> P. Stec, *O anglosaskim i kontynentalnym...*, s. 22.

<sup>83</sup> *Ibidem*, s. 22.

<sup>84</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 59 i nast.

trustów określanych mianem *commercial trust*<sup>85</sup>, co można przetłumaczyć jako trusty gospodarcze lub trusty handlowe<sup>86</sup>. Do opisu trustów wykorzystywanych do prowadzenia działalności gospodarczej powszechnie używa się również określenia *business trust* lub *trading trust*. Obecnie najszersze zastosowanie praktyczne znajdują trusty opierające swoją działalność na zbiorowym inwestowaniu środków zgromadzonych od ustanawiających lub osób mających zostać beneficjentami zwane *investment trusts* (trusty inwestycyjne)<sup>87</sup>. Ich istota polega na lokowaniu środków zgromadzonych od beneficjentów w przedsięwzięcia mające przynosić zysk. Utworzenie *investment trust* lub przystąpienie do niego, nakierowane jest na pomnożenie środków beneficjenta lub osiągnięcie innego celu korzystnego ekonomicznie z punktu widzenia działalności prowadzonej przez podmiot zainteresowany. Z tego powodu ten sposób wykorzystania stosunku powiernictwa nazywany jest powiernictwem inwestycyjnym<sup>88</sup>.

Jednym z rodzajów trustów inwestycyjnych są *pension trust*, czyli trusty emerytalne, zwane również *pension funds* (fundusze emerytalne)<sup>89</sup>. Wykorzystują konstrukcję powierniczą trustu dla zapewnienia zabezpieczenia społecznego pracowników przechodzących na emeryturę. Tworzą je pracodawcy, a uzyskanie statusu beneficjenta powiązane jest z zawarciem stosunku pracy. Majątek trustu powstaje ze składek stanowiących część wynagrodzenia pracownika oraz niekiedy wpłat z zysku dokonywanych przez pracodawcę. Pracodawca działający jako ustanawiający, określa warunki funkcjonowania trustu oraz powołuje powiernika wyznaczając mu zadanie lokowania zgromadzonych środków w celu ich pomnożenia oraz wypłaty uposażeń pracownikom-beneficjentom, którzy osiągnęli wiek emerytalny. Niewątpliwą zaletą *pension trust* jest wyłączenie zgromadzonych środków z bilansu przedsiębiorstwa i przekazanie ich właścicielowi powierniczemu, co zabezpiecza je na wypadek powstania niewypłacalności pracodawcy<sup>90</sup>.

Istnieje wiele rodzajów trustów inwestycyjnych, skupiających swą działalność na poszczególnych rynkach. Do najważniejszych w tej kategorii należą *mutual funds*,

---

<sup>85</sup> J.H. Langbein, *The Secret Life of the Trust*” *The Trust as an Instrument of Commerce*, „Yale Law Journal” 1997, vol. 107, issue 1, s. 165 i nast.

<sup>86</sup> E. Ożga, *The great dictionary of law...*, s. 128.

<sup>87</sup> J.H. Langbein, *The Secret Life...*, s. 167 i nast.; R. Edwards, N. Stockwell, *Trusts and Equity*, Harlow 2007, s. 60 i nast.; E. Ożga, *The great dictionary of law...*, s. 380.

<sup>88</sup> R. Papież, *Real Estate...*, s. 29.

<sup>89</sup> Określenie „fundusz emerytalny” używane powszechnie na określenie anglosaskich *pension trust/pension funds*, należy odróżnić od pojęcia funduszy emerytalnych na gruncie prawa polskiego, które opisane zostały w ustawie z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1113 z późn. zm.).

<sup>90</sup> R. Edwards, N. Stockwell, *Trusts and Equity...*, s. 61.

w Wielkiej Brytanii zwane *unit trust*<sup>91</sup>. Głównym przedmiotem ich działalności jest lokowanie środków na rynku finansowym, z wykorzystaniem specjalistycznej wiedzy osób zarządzających aktywami funduszu. Zapewnia to możliwie największą maksymalizację zysków przy minimalizacji ryzyka będącej skutkiem dużej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, często trudnej do osiągnięcia dla inwestora działającego indywidualnie. W przypadku *mutual funds*, których majątek objęty jest trustem, podmiot będący właścicielem powierniczy jest jednocześnie wyspecjalizowany w zakresie zarządzania inwestycjami finansowych<sup>92</sup>. Polityka inwestycyjna *mutual funds* jest określana w akcie założycielskim trustu, a beneficjenci otrzymują jednostki uczestnictwa w zamian za wniesienie środków. W zależności od polityki funduszu beneficjenci są uprawnieni do otrzymywania stałego dochodu przypadającego proporcjonalnie do ich jednostek uczestnictwa lub zyskują korzyść w postaci wzrostu zainwestowanego kapitału<sup>93</sup>. Stosunek powiernictwa jest również stosowany w ramach procesu sekurytyzacji. Podmiot chcący dokonać konwersji wierzytelności na papiery wartościowe w celu refinansowania swojej działalności tworzy *special purpose vehicle* (SPV), którym w krajach anglosaskich może być zarówno spółka, jak i trust<sup>94</sup>. Pakiet wierzytelności stanowiących aktywa podmiotu przenoszony jest na powiernika, który stosuje je jako zabezpieczenie emitowanych papierów wartościowych<sup>95</sup>. Konstrukcja ta pozwala na ochronę osób nabywających wyemitowane papiery wartościowe przed niewypłacalnością banku, a wyodrębnienie grup aktywów stanowiących zabezpieczenie, ułatwia ich ocenę pod względem ewentualnego ryzyka przez inwestorów i agencje ratingowe<sup>96</sup>.

Trusty inwestycyjne mogą lokować zgromadzony kapitał nie tylko na rynku finansowym, ale również angażować się bezpośrednio w przedsięwzięcia dotyczące poszczególnych rynków i gałęzi gospodarki. Do tej grupy należą na przykład *oil and gas royalty trust* lub amerykańskie REIT. Czynnikiem wpływającym na rozpowszechnienie gospodarczych zastosowań trustów bezsprzecznie jest możliwość uniknięcia zjawiska podwójnego opodatkowania, występującego w przypadku podmiotów posiadających osobowość prawną. Koncepcja własności podzielonej, w ramach której powiernik jest

---

<sup>91</sup> *Ibidem*, s. 67; J.H. Langbein, *The Secret Life...*, s. 170.

<sup>92</sup> M. Zacharasiewicz, *Trust i inne stosunki...*, s. 96.

<sup>93</sup> R. Edwards, N. Stockwell, *Trusts and Equity...*, s. 67.

<sup>94</sup> G. Gorton, N.S. Souleles, *Special purpose vehicles and securitization*, „National Bureau of Economic Research Working Paper Series” 2005, no. 11190, s. 1; S.L. Schwarcz, *Securitization and structured finance*, [w:] *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure*, red. G. Caprio, Boston 2013, s. 565.

<sup>95</sup> J.H. Langbein, *The Secret Life...*, s. 172.

<sup>96</sup> *Ibidem*, s. 172.

właścicielem majątku jedynie w znaczeniu formalnym i zobowiązany jest do podejmowania działań we własnym imieniu, ale na rzecz innych osób, uzasadnia przeniesienie obciążeń podatkowych wyłącznie na beneficjentów. *Oil and gas royalty trust* wykorzystują to zjawisko poprzez przeniesienie własności pola naftowego, kopalni lub innych bogatych w surowce energetyczne aktywów na właściciela powierniczego poprzez ustanowienie trustu. Podmiot odpowiedzialny za rozpoczęcie działalności wydobywczej, którym najczęściej jest spółka, przenosi własność aktywów rozdzielając udziały w majątku powierniczym (*beneficial interests*) na dotychczasowych akcjonariuszy lub udziałowców spółki, a następnie rozdziela odpowiednio do posiadanych jednostek dochód generowany przez aktywa utworzonego trustu<sup>97</sup>. Należy jednak zauważyć, że stosowanie wobec trustów zasad pozwalających na wyeliminowanie zjawiska podwójnego opodatkowania nie jest regułą i rozwiązanie to na przestrzeni lat było przedmiotem dyskusji i licznych zmian legislacyjnych. Najlepszym przykładem tego, jest opisana w kolejnym podrozdziale historia rozwoju REIT w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Istnieją bowiem argumenty przemawiające za objęciem trustu obowiązkiem podatkowym na gruncie podatku dochodowego w sytuacji, w której jego konstrukcja zbliża się do struktury korporacyjnej.

Kończąc rozważania dotyczące wykorzystania trustu w obrocie gospodarczym, należy wskazać, że obecnie termin *investment trust* nie odnosi się wyłącznie do struktur opartych na stosunku powiernictwa. Pojęcie to ukształtowało się jeszcze w dziewiętnastowiecznej Anglii i odnosiło do zbiorowych inwestycji podejmowanych z wykorzystaniem konstrukcji powierniczej opartej na *common law*. W wyniku zmian legislacyjnych dokonanych w 1879 r., *investment trust* stanowiące „stowarzyszenia ponad dwudziestu osób zawarte w celu osiągnięcia zysku”, które nie zostały zarejestrowane zgodnie z wymogiem wynikającym z *Joint Stock Companies Act of 1862 and 1867*, zostały uznane za niezgodne z prawem<sup>98</sup>. Pomimo późniejszego uchylecia wprowadzonych ograniczeń nieliczne z nich zachowały swój pierwotny status, a te które nie zostały zlikwidowane przekształciły się w formy korporacyjne i były określane mianem *investment trust companies*<sup>99</sup>. Obecnie terminem *investment trust* najczęściej określa się spółki, których celem jest inwestowanie kapitału zgromadzonego poprzez emisję akcji. Zgodnie z definicją dostępną na stronie przedsiębiorstwa inwestycyjnego Black Rock Inc., *investment trust* to spółka akcyjna zapewniająca dywersyfikację aktywów oraz profesjonalne zarządzanie,

---

<sup>97</sup> *Ibidem*, s. 171.

<sup>98</sup> H. Bullock, *The Story of Investment Companies*, Nowy York 1959, s. 12.

<sup>99</sup> *Ibidem*, s. 12.

której celem jest generowanie zysków poprzez inwestowanie w inne spółki. Od funduszy inwestycyjnych otwartych odróżnia je forma prawna oraz posiadanie stałej liczby akcji i ścisła kontrola nowych emisji<sup>100</sup>. W praktyce, większość wskazanych w tej części pracy *mutual funds*, SPV oraz REIT funkcjonuje obecnie zarówno w oparciu o stosunki powiernicze, jak i formy korporacyjne (spółki akcyjne). Amerykańskie prawodawstwo kształtujące ramy działalności REIT, opartych tradycyjnie na stosunku powiernictwa, jest przykładem poszerzenia katalogu dopuszczalnych form prowadzenia działalności w tym modelu, wskutek postulatów praktyków i potrzeby lepszego przystosowania do zmieniających się warunków rynkowych.

### **1.3. Proces rozwoju real estate investment trust w ujęciu historycznym**

#### **1.3.1. Trust jako forma zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości**

Geneza REIT związana jest z ustawodawstwem obowiązującym w XIX wieku w amerykańskim stanie Massachusetts. Prawo Massachusetts dotyczące przedsiębiorców działających jako korporacyjne osoby prawne (*corporations*), pozwalało na nabywanie i posiadanie na własność jedynie nieruchomości służących do wykonywania prowadzonej działalności operacyjnej, takich jak hale produkcyjne, biura oraz salony sprzedaży wraz z gruntami, na których były posadowione<sup>101</sup>. Ponadto prawo stanowe ograniczało osobom prawnym możliwość podejmowania działalności związanej z posiadaniem i utrzymywaniem nieruchomości w celach inwestycyjnych<sup>102</sup>. Forma spółki nie była więc optymalnym rozwiązaniem do podejmowania wspólnych przedsięwzięć związanych z nieruchomościami, co spowodowało zwrócenie się w stronę trustu. Zgodnie z ogólnymi zasadami funkcjonowania, uprawnienia beneficjentów trustu w majątku powierniczym (*beneficial interests*) były poświadczane swobodnie zbywalnymi certyfikatami uczestnictwa, a własność nieruchomości nabywanych ze środków beneficjentów przysługiwała

---

<sup>100</sup> <https://www.blackrock.com/uk/solutions/investment-trusts/understanding-investment-trusts>, (dostęp: 30.11.2025 r.); Black Rock Inc., to założone w 1988 r. przedsiębiorstwo specjalizujące się w zarządzaniu aktywami w celach inwestycyjnych. Jest uznawane za największy tego typu podmiot na rynku, który zgodnie z danymi za rok 2021 zarządzało aktywami o łącznej wartości przekraczającej 10 bilionów dolarów amerykańskich; (<https://edition.cnn.com/2022/01/14/investing/blackrock-earnings-assets-ishes/index.html>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>101</sup> D.J. Valachi, *REITs: Historical Perspective*, „The Appraisal Journal” 1977, vol. 45, s. 450.

<sup>102</sup> *Ibidem*, s. 450.

właścicielowi powierniczemu. Zadaniem właściciela powierniczego, którym zazwyczaj była osoba wyspecjalizowaną w zakresie zarządzania nieruchomościami, było takie kształtowanie portfela aktywów, aby zapewniały one stabilny dochód beneficjentom<sup>103</sup>. Główne założenia dotyczące sposobu zarządzania aktywami były określone w deklaracji trustu (*declaration of trust*), a określona tam polityka inwestycyjna mogła być zmieniona w drodze głosowania przy osiągnięciu większości wynoszącej co do zasady 75% wszystkich udziałów<sup>104</sup>. Charakterystyczna struktura prawna trustu wynikająca ze stosunku powiernictwa, w połączeniu z typowym dla spółek sposobem zarządzania, ograniczeniem odpowiedzialności beneficjentów za zobowiązania oraz możliwością swobodnej zmiany struktury osobowej poprzez zbywalność certyfikatów, spowodowały rozpowszechnienie tej formy wspólnego inwestowania, nie tylko w przypadku rynku nieruchomości<sup>105</sup>.

Za pierwszy trust inwestycyjny w Stanach Zjednoczonych Ameryki uznaje się Massachusetts Hospital Life Insurance Company, który w 1823 r. zawarł ze swoimi klientami umowę przypominającą wspólny fundusz powierniczy<sup>106</sup>. Prekursorem obecnie funkcjonujących REIT był jednak powstały dziewięćdziesiąt lat później Boston Personal Property Trust, utworzony w 1893 r. Sporna pozostaje kwestia czy założyciele tego trustu działali z bezpośrednim zamiarem podejmowania wspólnych inwestycji w sektorze nieruchomości, czy też był to jedynie sposób na obejście wspomnianych zakazów dotyczących posiadania nieruchomości przez spółki<sup>107</sup>. Nie ulega wątpliwości, że taka forma wspólnego inwestowania cieszyła się dużą popularnością, a szczególnie atrakcyjna okazała się dla inwestorów niedysponujących znacznym kapitałem. Boston Personal Property Trust był również jednym z pierwszych, który oferował swoje certyfikaty nie tylko dla zamkniętej grupy inwestorów, ale również w ramach publicznej oferty. Stworzyło to możliwość lokowania środków finansowych na rynku nieruchomości przez mniej zaможnych inwestorów.

Popularność trustu jako sposobu wspólnego inwestowania na rynku nieruchomości wynikała także z korzystnych przepisów podatkowych. Trust był traktowany jako podmiot federalnego podatku dochodowego, jednak w przypadku, w którym wypracowany dochód został wypłacony beneficjentom, nie podlegał opodatkowaniu na poziomie trustu. Spółki nie miały możliwości skorzystania z tego rozwiązania, co powodowało

---

<sup>103</sup> *Ibidem*, s. 450.

<sup>104</sup> J.M. Bernstein, D.J. Godfrey, *The Real Estate...*, s. 638.

<sup>105</sup> D.J. Valachi, *REITs: Historical...*, s. 450.

<sup>106</sup> H. Bullock, *The Story of ...*, s. 14.

<sup>107</sup> *Ibidem*, s. 15.

konieczność zapłaty podatku dochodowego przez podmiot, a także przez akcjonariuszy w momencie otrzymania dywidendy. Pierwsze problemy dotyczące korzystnej sytuacji podatkowej trustów pojawiły się w 1913 r., w związku ze zmianami wprowadzonymi przez *Revenue Act of 1913*, który rozszerzał zakres podmiotowy podatku dochodowego od osób prawnych na wszelkie korporacje, spółki oraz stowarzyszenia (*association*)<sup>108</sup>. W obowiązującym ówczesnie systemie prawa nie występowała jednak definicja legalna pojęcia stowarzyszenia dla celów podatku dochodowego, co spowodowało konieczność jej wypracowania w praktyce poprzez regulacje Komisarza Skarbowego (*Commissioner of Internal Revenue*)<sup>109</sup> oraz orzecznictwo sądów. Zaznaczyć należy, że pojęcie stowarzyszenia używane w tym kontekście nie odnosi się do organizacji społecznej realizującej określone cele niezarobkowe. Jest to szczególna kategoria w ramach amerykańskiego prawa podatkowego, wyróżniona w celu objęcia obowiązkiem podatkowym struktur zbliżonych organizacyjnie i funkcjonalnie do podmiotów korporacyjnych, które z uwagi na oparcie swojej działalności np. o stosunek powiernictwa, mogłoby unikać opodatkowania.

Początkowo orzecznictwo sądowe kształtowało się w kierunku korzystnym dla trustów i ich beneficjentów. Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych w sprawie *Crocker v. Malley* uznał, że nie należy interpretować prawa jako przewidującego dwukrotne opodatkowanie tego samego dochodu, chyba że taki zamiar został wyraźnie wyrażony w ustawie<sup>110</sup>. Stwierdzono, że trust nie może być uważany za stowarzyszenie podlegające podatkowi dochodowemu na gruncie *Revenue Act of 1913*. Zdaniem sądu celem powyższej ustawy oraz obowiązku zapłaty podatku zarówno na poziomie spółki, jak i akcjonariuszy było przeciwdziałanie tworzeniu dużych spółek holdingowych oraz koncentracji zarządzania w ramach jednego podmiotu<sup>111</sup>. W ogólnym założeniu trust nie posiada wewnętrznych organów kontrolnych na wzór spółek kapitałowych, które mogłyby wpływać na działania podejmowane przez właściciela powierniczego. Kluczową rolę w zakresie funkcjonowania oraz kształtowania polityki inwestycyjnej stanowi deklaracja trustu,

---

<sup>108</sup> J.M. Bernstein, D.J. Godfrey, *The Real Estate...*, s. 639.

<sup>109</sup> Komisarz Skarbowy (*Commissioner of Internal Revenue*) - urzędnik państwowy stojący na czele Służby Skarbowej rządu federalnego Stanów Zjednoczonych (*Internal Revenue Service, IRS*), która odpowiada za pobieranie podatków federalnych oraz stanowi główny organ federalnego prawa podatkowego.

<sup>110</sup> Wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych *Crocker v. Malley*, 249 U.S. 223 (1919), (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/249/223/>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>111</sup> *Ibidem*.

jednak nie pozbawia to ustanawiających trust i późniejszych beneficjentów możliwości wprowadzenia rozwiązań szczególnych.

W odpowiedzi na wyrok w sprawie *Crocker v. Malley*, Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych opracował „test kontroli beneficjentów” (*beneficiary control test*), za pomocą którego dokonywano oceny czy właściciele powierniczy nie byli w zakresie swojej działalności skutecznie kontrolowani przez beneficjentów trustu<sup>112</sup>. Pozytywny wynik testu świadczył o działaniu trustu w sposób standardowy, bez cech pozwalających na zakwalifikowanie jako stowarzyszenie podlegające podatkowi dochodowemu. Korzystna dla trustów linia orzecznicza została zmodyfikowana w 1924 r. za sprawą wyroku *Hecht v. Malley*, w którym Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych uznał, że czynnikiem determinującym traktowanie dla celów podatkowych trustu, jako przewidzianego w ustawie stowarzyszenia podlegającego podatkowi dochodowemu, powinien być fakt czynnego prowadzenia działalności gospodarczej<sup>113</sup>. W sytuacji, w której właściciele powierniczy nie zajmują się jedynie gromadzeniem środków pochodzących z czynszów i ich wypłacaniem beneficjentom, ale dodatkowo prowadzą w ich imieniu działalność gospodarczą oraz tworzą powiązania z innymi tego typu podmiotami w celu rozszerzania tej działalności, trust powinien być uznany za stowarzyszenie podlegające opodatkowaniu, bez względu na zakres kontroli sprawowanej przez beneficjentów<sup>114</sup>. Wyrok w sprawie *Hecht v. Malley* stanowił wyłom w dotychczasowym orzecznictwie i doprowadził do powstania dwóch przeciwnych linii orzeczniczych w tym aspekcie. Nie przesądził jednak ostatecznie o pozbawieniu trustów działających na rynku nieruchomości korzystnej pozycji prawnopodatkowej.

Zatrzymanie rozwoju trustów inwestycyjnych nastąpiło dekadę później, w 1935 r. za sprawą wyroku *Morrissey v. Commissioner*<sup>115</sup>. W przytoczonym wyroku potwierdzono, że orzeczenie w sprawie *Hecht v. Malley* ma zastosowanie do podatków dochodowych nakładanych na stowarzyszenia. Rozwinięto argumentację, zgodnie z którą trust utworzony nie tylko w celu powierzenia majątku do bieżącego zarządzania, ale jako

---

<sup>112</sup> D.J. Valachi, *REITs: Historical...*, s. 451.

<sup>113</sup> Wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych *Hecht v. Malley*, 265 U.S. 144 (1924), (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/265/144/>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>114</sup> *Ibidem*; Wyrok w sprawie *Hecht v. Malley* nie odnosił się do objęcia trustów podatkiem dochodowym od osób prawnych, tak jak w sprawie *Crocker v. Malley*, lecz specjalnym podatkiem akcyzowym. Zakres podmiotowy specjalnego podatku akcyzowego pokrywał się jednak z katalogiem podmiotów określonym w *Revenue Act of 1913*. Argumentacja dotycząca zakwalifikowania trustu jako stowarzyszenia podlegającego obowiązkowi podatkowemu na gruncie specjalnego podatku akcyzowego była więc stosowana również na gruncie podatków dochodowych.

<sup>115</sup> Wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych *Morrissey v. Commissioner*, 296 U.S. 344 (1935), (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/296/344/>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

forma wspólnego prowadzenia działalności gospodarczej mającej za cel stały podział wypracowanych zysków, powinien być uznany za stowarzyszenie podlegające podatkowi dochodowemu<sup>116</sup>. Rozróżnienie pomiędzy tradycyjnym trustem, a trustem podlegającym opodatkowaniu zostało oparte na kryterium posiadania cech charakterystycznych dla form korporacyjnych, takich jak: przekazanie tytułu własności do określonego składnika majątku na rzecz właściciela powierniczego w czasie istnienia trustu; scentralizowane zarządzanie przez właścicieli powierniczych, niezależnie od sposobu ich wyboru i wpływu beneficjentów na ten wybór; ciągłość trwania trustu niezależnie od śmierci beneficjentów; możliwość przenoszenia tytułów uczestnictwa potwierdzających uprawnienia beneficjenta oraz możliwość wstępowania nowych uczestników; ograniczenie osobistej odpowiedzialności uczestników do wartości wniesionego majątku<sup>117</sup>. Zrównanie statusu podatkowego trustów działających na rynku nieruchomości z podmiotami typu korporacyjnego w momencie, w którym cała gospodarka podnosiła się ze stagnacji wywołanej Wielkim kryzysem lat 1929–1933, spowodowały spadek popularności trustu, jako sposobu zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości.

Powrót do idei stworzenia warunków zapewniających inwestorom korzystne podatkowo możliwości lokowania środków pieniężnych na rynku nieruchomości nastąpił w drugiej połowie lat pięćdziesiątych XX wieku. Zwolennicy wprowadzenia nowych regulacji dążyli do zrównania statusu podatkowego trustów inwestujących na rynku nieruchomości z regulowanymi spółkami inwestycyjnymi (*regulated investment companies*). Regulowane spółki inwestycyjne uzyskały szczególny status podatkowy już w 1936 r. Polegał on na możliwości uniknięcia zapłaty podatku dochodowego dzięki wypłacie w formie dywidendy co najmniej 90% dochodu netto<sup>118</sup>. Poza obowiązkiem dystrybucji wypracowanego dochodu, regulowana spółka inwestycyjna musiała zostać zarejestrowana przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (*United States Securities and Exchange Commission*), oraz osiągać co najmniej 90% dochodu brutto z dywidend, odsetek oraz innych zysków wynikających z posiadanych papierów wartościowych<sup>119</sup>. W przeciwieństwie do funkcjonujących ówczesnie trustów i spółek, regulowane

---

<sup>116</sup> *Ibidem*.

<sup>117</sup> *Ibidem*; W wyroku *Morrissey v. Commissioner* podkreślono, że działalność trustu którego dotyczyła sprawa, polegająca na przekształceniu terenu pod budowę pola golfowego oraz klubu, zarządzanie polem golfowym oraz uprawnienia pozwalające na prowadzenie działalności gospodarczej w zakresie obrotu nieruchomościami znacząco wykraczają poza tradycyjną rolę trustu.

<sup>118</sup> L.W. Rubin, *Regulated Investment Companies*, „The Tax Magazine” 1950, Vol. 2, Issue 6, s. 544.

<sup>119</sup> *Ibidem*, s. 542.

spółki inwestycyjne nie miały zatem możliwości bezpośredniego inwestowania na rynku poprzez zakup nieruchomości i czerpanie korzyści z ich wynajmu.

Pierwsza próba wdrożenia reżimu prawnego regulującego funkcjonowanie REIT podjęta została w 1956 r., jednak pomimo pozytywnego przebiegu prac w Kongresie, Prezydent Dwight D. Eisenhower zawetował projekt ustawy. Głównym powodem weta były obawy o znaczne zmniejszenie wpływów z podatku dochodowego. Podniesiono, że zyski regulowanych spółek inwestycyjnych pochodzą w większości z papierów wartościowych emitowanych przez podmioty podlegające podatkowi dochodowemu w pełnym wymiarze, zatem zniesienie obowiązku podatkowego stanowi w tym przypadku wyraz eliminacji dodatkowego poziomu opodatkowania<sup>120</sup>. Wprowadzenie podobnego zwolnienia na poziomie trustów pochytywano jako całkowitą rezygnację z podatku dochodowego od osób prawnych, generowanego prowadzeniem działalności na rynku nieruchomości<sup>121</sup>. Wynikiem tego była obawa, że rozwiązanie mające w założeniu dotyczyć wąskiej grupy podmiotów, będzie stanowiło środek optymalizacji podatkowej dla innych podmiotów działających na rynku nieruchomości w formach podlegających pełnemu opodatkowaniu<sup>122</sup>.

Druga próba została podjęta w 1957 r., jednak projekt ustawy o treści identycznej z projektem z 1956 r. przyjęty przez Izbę Reprezentantów trafił do Senatu, który nie rozpoczął dalszego procedowania. Zmieniona wersja regulacji zawarta w ustawie o poprawkach technicznych z 1958 r. (*Technical Amendments Act of 1958*) została następnie przyjęta przez Senat, jednak część dotycząca trustów inwestujących na rynku nieruchomości została usunięta podczas prac w Komitecie Konferencyjnym (*Conference Committee*)<sup>123</sup>. Ostateczny projekt ustawy regulujący ramy działalności REIT został przedstawiony w Izbie Reprezentantów 6 czerwca 1960 r. po zmianie stanowiska przez Departament Skarbu, który pozytywnie zaopiniował jego przyjęcie<sup>124</sup>. Głosowanie w Izbie Reprezentantów odbyło się 29 czerwca 1960 r., a następnie po uzgodnieniu w ramach Komisji Konferencyjnej Prezydent Eisenhower 14 września 1960 r. podpisał ustawę *An act to amend the internal revenue code with respect to the excise tax on cigars*, zawierającą

---

<sup>120</sup> United States of America Congressional Record. Proceedings and Debates of the 84th Congress. Second Session, Vol. 102 – Part 11, Washington 1956, (bit.ly/48buiK2), (dostęp: 30.11.2025 r.), s. 15305.

<sup>121</sup> *Ibidem*, s. 15305.

<sup>122</sup> *Ibidem*, s. 15305.

<sup>123</sup> T. Lynn, *Real Estate Investment Trusts: Problems and Prospects*, „Fordham Law Review” 1962, vol. 31, issue 1, s. 79; *United States Congressional Conference Committee* to wspólna komisja Kongresu Stanów Zjednoczonych powołana przez Izbę Reprezentantów i Senat w celu rozstrzygnięcia sporów i niezgodności dotyczących określonej ustawy.

<sup>124</sup> *Ibidem*, s. 79.

przepisy dotyczące organizacji i funkcjonowania REIT oraz określające zakres przysługujących im zwolnień podatkowych.

Zmiany uchwalone w *REIT Act* zostały wprowadzone do amerykańskiego Kodeksu skarbowego (IRC) i obejmowały trzy nowe sekcje oznaczone numerami 856, 857 oraz 858. Sekcje te zawierały kolejno definicję REIT, zasady dotyczące opodatkowania REIT oraz ich beneficjentów, a także szczególne normy dotyczące obowiązkowej wypłaty dywidendy. Zgodnie ze znowelizowanym IRC termin *real estate investment trusts*, dla potrzeb ustawy określono jako nieposiadający osobowości prawnej trust lub nieposiadające osobowości prawnej stowarzyszenie<sup>125</sup>:

- 1) który zarządzany jest przez jednego lub więcej właścicieli powierniczych;
- 2) w którym tytuł własności beneficjentów jest potwierdzony zbywalnymi udziałami lub zbywalnymi świadectwami udziałowymi;
- 3) który (poza postanowieniami niniejszej części) podlegałby opodatkowaniu jako krajowa osoba prawna;
- 4) który nie posiada żadnego majątku, przeznaczonego w głównej mierze na sprzedaż w ramach zwykłej działalności handlowej lub gospodarczej;
- 5) którego własność przysługuje 100 lub więcej osobom;
- 6) który nie jest prywatną spółką holdingową w rozumieniu przepisów podatkowych,
- 7) który spełnia wymogi określone w podsekcji (c).

Ustawa określała, że warunki opisane w punktach od 1 do 4 muszą być spełnione w ciągu trwania całego roku podatkowego, a wymóg dotyczący struktury własnościowej przez co najmniej 335 dni roku podatkowego trwającego dwanaście miesięcy lub przez proporcjonalną część roku podatkowego krótszego niż dwanaście miesięcy<sup>126</sup>. Punkt 7 stanowił odnośnik do podsekcji normującej ograniczenia, z realizacją których związana była możliwość uznania trustu lub stowarzyszenia za REIT. Najważniejsze z nich to, w szczególności<sup>127</sup>:

- 1) złożenie zeznania podatkowego za rok podatkowy zawierającego wybór opodatkowania jako REIT (lub dokonanie takiego wyboru we wcześniejszym roku podatkowym, rozpoczętym po 31 grudnia 1960 r.);

---

<sup>125</sup> *REIT Act*, sec. 856 (a), (1) - (7).

<sup>126</sup> *REIT Act*, sec. 856 (b).

<sup>127</sup> *REIT Act*, sec. 856 (c), (1) - (5).

- 2) uzyskiwanie co najmniej 90% dochodu brutto z dywidend, odsetek, czynszów z najmu nieruchomości, zysków ze sprzedaży lub innego zbycia akcji, papierów wartościowych i nieruchomości (w tym udziałów w nieruchomościach i udziałów w hipotekach na nieruchomościach), ulg i zwrotów z podatku od nieruchomości;
- 3) uzyskiwanie co najmniej 75% dochodu brutto z czynszów nieruchomości, odsetek od zobowiązań zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości, zysków ze sprzedaży lub innego zbycia nieruchomości (w tym udziałów w nieruchomości i udziałów w hipotekach na nieruchomości), dywidend oraz zysków ze sprzedaży lub innego zbycia udziałów i zbywalnych świadectw udziałowych w innych REIT, ulg i zwrotów z podatku od nieruchomości;
- 4) uzyskiwanie mniej niż 30% dochodu brutto ze sprzedaży lub innego zbycia akcji lub papierów wartościowych utrzymywanych przez okres krótszy niż 6 miesięcy oraz nieruchomości (w tym udziałów w nieruchomości) posiadanych przez okres krótszy niż 4 lata;
- 5) utrzymywanie na koniec każdego kwartału roku podatkowego co najmniej 75% łącznej wartości aktywów w postaci nieruchomości, środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych (w tym wymagalnych należności) oraz obligacjach skarbowych.

Przepisy sekcji 857 oraz sekcji 858 odnosiły się do zasad zwolnienia REIT z podatku dochodowego, ściśle związanych z dokonaniem wypłaty minimum 90% dochodu podlegającego opodatkowaniu w formie dywidendy. Wprowadzone przepisy określały sposób ustalania „dochodu podlegającego opodatkowaniu” poprzez jego obliczenie na zasadach ogólnych wynikających z przepisów podatku dochodowego od osób prawnych, a następnie dokonanie przewidzianych korekt. Należy zauważyć, że z przepisów *REIT Act* nie wynikał obowiązek wypłaty dywidendy w wysokości pozwalającej na skorzystanie ze zwolnienia podatkowego. W przypadku braku realizacji wypłaty 90% dochodu podlegającego opodatkowaniu w formie dywidendy, całość dochodu uzyskanego w trakcie roku podatkowego podlegała opodatkowaniu na zasadach ogólnych.

Przed uchwaleniu ustawy wprowadzającej zasady działalności REIT, Komisja Izby Reprezentantów Stanów Zjednoczonych ds. wpływów budżetowych (*United States House Committee on Ways and Means*) sporządziła raport dokonując pozytywnej oceny proponowanych rozwiązań prawnych. Uznano, że zrównanie na gruncie prawa podatkowego nowo powstałych REIT z istniejącymi wcześniej regulowanymi spółkami inwestycyjnymi było pożądane, gdyż w ramach obydwu tych podmiotów istnieje możliwość

łączenia kapitału przez niewielkich inwestorów, gwarantująca im dywersyfikację ryzyka oraz fachowe doradztwo inwestycyjne przy wspólnym finansowaniu przedsięwzięć na rynku nieruchomości<sup>128</sup>. Pierwsze REIT dawały inwestorom możliwość podejmowania szeregu korzystnych przedsięwzięć gospodarczych i stanowiły fundament dla powstania całego sektora związanego z tą formą inwestowania na rynku nieruchomości. Stało się tak pomimo faktu uchwalenia rygorystycznych zasad dotyczących kwalifikacji jako REIT. Wynikał to z braku dostrzeżenia różnic pomiędzy działalnością regulowanych spółek inwestycyjnych, opartą na zarządzaniu portfelem papierów wartościowych, a działalnością REIT związaną z zarządzaniem i obsługą nieruchomości<sup>129</sup>. Zastosowanie wobec REIT transferowej teorii podatkowej (*conduit theory of taxation*) zakładającej, że korporacje stanowią jedynie środek mający na celu transferowanie wypracowanych zysków na rzecz swoich akcjonariuszy<sup>130</sup>, okazało się jednak wystarczającym profitem, wartym spełnienia warunków zwolnienia podatkowego. Wprowadzenie *REIT Act* wiązało się z dostrzeżeniem występowania problemu podwójnego opodatkowania nie tylko w przypadku form korporacyjnych, ale również przedsięwzięć inwestycyjnych, opartych tak jak pierwsze amerykańskie REIT na stosunku powiernictwa. Głównym celem była więc likwidacja barier podatkowych dla prowadzenia zbiorowej działalności inwestycyjnej. Eliminacja tego typu ograniczeń jest szczególnie korzystna w przypadku tych rodzajów działalności, w których konieczne jest zaangażowanie znacznego kapitału, gdyż w tych przypadkach forma korporacyjna, bądź zbliżone do niej konstrukcje prawne są właściwie nieuniknione<sup>131</sup>.

### **1.3.2. Ewolucja ustawodawstwa dotyczącego real estate investment trust w Stanach Zjednoczonych Ameryki**

W pierwszej dekadzie obowiązywania nowej regulacji w Stanach Zjednoczonych Ameryki, proces powstawania REIT trwał sukcesywnie, lecz początkowo nie odznaczał się dużą dynamiką. W latach 1960–1965 powstało 65 REIT inwestujących bezpośrednio

---

<sup>128</sup> United States of America Congressional Record. Proceedings and Debates of the 86th Congress. Second Session, Vol. 106 – Part 10, Washington 1960, ([https://www.govinfo.gov/app/collection/crecb/\\_crecb/Volume%20106%20\(1960\)](https://www.govinfo.gov/app/collection/crecb/_crecb/Volume%20106%20(1960))), (dostęp: 30.11.2025 r.), s. 12559.

<sup>129</sup> E.C. Wittlin, *The Real Estate Investment Trust – Past, Present, and Future*, „University of Pittsburgh Law Review” 1961, vol. 23, s. 782.

<sup>130</sup> J. Arlen, D.M. Weiss, *A Political Theory of Corporate Taxation*, „Yale Law Journal” 1995, vol. 105, issue 2, s. 328–329.

<sup>131</sup> *Ibidem*, s. 329.

w nieruchomości, jednak kryzys giełdowy z 1962 r., brak dostosowania szeregu regulacji federalnych i stanowych oraz niezaznajomienie inwestorów i analityków biznesowych z tym modelem, przyczynił się do początkowego braku jego popularności<sup>132</sup>. Większość ze wspomnianych 65 REIT powstała jeszcze przed pogorszeniem się koniunktury w 1962 r., a jedynie nielicznym z nich udało się zgromadzić kapitał w wysokości 10 mln dolarów w ramach swojej pierwszej oferty publicznej<sup>133</sup>. Pod koniec lat sześćdziesiątych w działalności wielu REIT zaobserwowano odejście od bezpośredniego inwestowania w nieruchomości, połączone z większym skupieniem się na rynku kredytów hipotecznych i powiązanych z nimi instrumentami finansowymi. Okres ten to również znaczący wzrost popularności REIT wśród inwestorów. W latach 1968–1970 aktywa REIT wzrosły prawie pięciokrotnie, z około 1 mld dolarów do 4,7 mld dolarów, a liczba nowo powstałych REIT sięgnęła 161<sup>134</sup>.

Wzrost popularności wśród inwestorów, zmieniające się warunki gospodarcze wynikające z kryzysu branży nieruchomości wywołanego nadpodażą oraz ogólny kryzys gospodarczy lat siedemdziesiątych XX wieku w Stanach Zjednoczonych Ameryki, spowodowały potrzebę wprowadzenia pierwszych zmian w przepisach regulujących działalność REIT. Strategia inwestycyjna większości REIT nakierowana na działalność na rynku hipotecznym oraz zwiększenie finansowania dłużnego podejmowanych przedsięwzięć, spowodowała, że w okresie kryzysu zadłużenie tych podmiotów przewyższało 60% ich kapitalizacji giełdowej, a koszty finansowania zadłużenia znacznie przekraczały osiągnięte zyski operacyjne<sup>135</sup>. Pierwsza nowelizacja przepisów dotyczących funkcjonowania REIT została wprowadzona jako część *Tax Reform Act of 1976*, stanowiącej pierwszą gruntowną reformę IRC od 1954 r. Wprowadzała zmiany postulowane przez przedstawicieli branży, dotyczące czterech głównych aspektów: przyczyn utraty statusu REIT, ograniczeń dotyczących źródeł dochodów i rodzajów aktywów, możliwości rozliczania starty oraz wymogu funkcjonowania REIT jako nieposiadające osobowości prawnej trusty lub stowarzyszenia<sup>136</sup>. Reforma z 1976 r. zniósła nakaz tworzenia REIT wyłącznie w formie nieposiadających osobowości prawnej trustów lub stowarzyszeń i poszerzyła katalog dopuszczalnych form prawnych o podmioty korporacyjne, w szczególności spółki

---

<sup>132</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate Investment Trust. Structure, Performance, and Investment Opportunities*, Nowy York 2003, s. 16.

<sup>133</sup> *Ibidem*, s. 16.

<sup>134</sup> *Ibidem*, s. 17.

<sup>135</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 147.

<sup>136</sup> J.S. Halpern, *Real Estate Investment Trusts and The Tax Reform Act of 1976*, „Tax Lawyer” 1978, vol. 31, issue 2, s. 332.

akcyjne<sup>137</sup>. Umożliwiono również nabywanie i posiadanie przez REIT nieruchomości przeznaczonych na sprzedaż, pod warunkiem, że nabywanie i sprzedaż nieruchomości miało miejsce w ramach podstawowej działalności inwestycyjnej i nie stanowiło formy pośrednictwa w handlu nieruchomościami. Dochody ze sprzedaży nieruchomości, nie podlegały opodatkowaniu w przypadku, w którym nie przekroczono ustawowego limitu transakcji, a REIT był właścicielem tej nieruchomości przez okres co najmniej cztery lat<sup>138</sup>. Zliberalizowano przepisy dotyczące utraty statusu REIT w przypadku niespełnienia wymagań dotyczących zachowania przewidzianej prawem struktury dochodów, a w zamian tej sankcji wprowadzono stawkę podatku w wysokości 100% od dochodów przekraczających limity ustawowe<sup>139</sup>. W ramach walki z rosnącym zadłużeniem sektora, umożliwiono rozliczenia powstałej straty przez osiem kolejnych lat podatkowych następujących po roku, w którym poniesiono stratę<sup>140</sup>. Za zmianę niekorzystną z punktu widzenia REIT (korzystną z kolei dla beneficjentów) i kłócącą się z ideą walki z nadmiernym zadłużeniem, należy uznać zwiększenie poziomu obowiązkowej wypłaty dochodów z 90% do 95% oraz postanowienie, zgodnie z którym minimum 75% tych dochodów powinno zostać wypłacone przed końcem roku podatkowego<sup>141</sup>.

Pomimo zmian wprowadzonych w 1976 r. nie zaobserwowano wzrostu zainteresowania inwestowaniem za pośrednictwem REIT. W realiach podnoszącej się z kryzysu gospodarki amerykańskiej, inne podmioty umożliwiające lokowanie środków na rynku nieruchomości nieposiadające statusu REIT stanowiły znaczącą konkurencję. Brak korzyści podatkowych był w ich przypadku rekompensowany niewystępowaniem ograniczeń w zakresie struktury dochodów i aktywów, co znacznie ułatwiało przystosowanie do zmieniających się realiów rynkowych. Po dziesięciu latach od poprzedniej reformy postanowiono ponownie dokonać przeglądu zasad regulujących funkcjonowanie REIT i dokonać nowelizacji pozwalającej prowadzić im działalność w sposób zgodny z panującymi warunkami rynkowymi oraz w sposób bardziej konkurencyjny. Wyrazem tego było uchwalenie *Tax Reform Act of 1986*, która ponownie zliberalizowała normy dotyczące organizacji REIT oraz zasady prowadzenia przez nie działalności inwestycyjnej. Znaczącą zmianą było wyłączenie w pierwszym roku funkcjonowania obowiązku posiadania

---

<sup>137</sup> *Ibidem*, s. 334.

<sup>138</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate...*, s. 25. T.D. Ransopher, *Tax Reform Act of 1976, Part II, Changes Affecting Business*, „Woodrow Wilson Journal of Law” 1978, vol. 1, issue 4, s. 390.

<sup>139</sup> J.S. Halpern, *Real Estate...*, s. 335.

<sup>140</sup> *Ibidem*, s. 336.

<sup>141</sup> T.D. Ransopher, *Tax Reform Act...*, s. 389.

minimum 100 udziałowców, z których maksymalnie pięciu mogło posiadać nie więcej niż 50% ogółu udziałów<sup>142</sup>. Miało to stanowić impuls do powstawania nowych REIT i stanowić ułatwienie w początkowym okresie działalności. Nowelizacji uległa również definicja „czynszów z nieruchomości”, którą zmieniono w ten sposób, aby kwoty otrzymywane przez REIT za wykonywanie usług zwyczajowo związane z eksploatacją nieruchomości, były traktowane jako czynsze z nieruchomości w rozumieniu ustaw podatkowych<sup>143</sup>. W poprzednim stanie prawnym REIT w zakresie usług dodatkowych zobowiązane były korzystać ze świadczeń podmiotów zewnętrznych, co generowało niepotrzebne koszty i pozbawiało części ewentualnego zysku.

Po wprowadzonych zmianach, wymóg świadczenia usług przez podmioty zewnętrzne został utrzymany jedynie w stosunku do usług wykraczających poza zwyczajowo związane z korzystaniem z nieruchomości. Był to pierwszy krok w kierunku umożliwienia REIT szerszej działalności związanej z rynkiem nieruchomości na wynajem i kierunek ten został utrzymany w kolejnych nowelizacjach. Stanowiło to również symboliczne zerwanie ze ściśle przestrzeganą zasadą generowania przez REIT jedynie pasywnego dochodu z otrzymywanych czynszów. Zwieńczeniem zmian wprowadzonych przez *Tax Reform Act of 1986* było umożliwienie powoływania wewnętrznych organów zarządczych i doradczych w ramach struktury instytucjonalnej REIT oraz odstępianie od zasady zarządzania portfelem aktywów przez podmiot zewnętrzny. Rozwiązanie to przyczyniło się do zniwelowania ryzyka powstawania konfliktów interesów pomiędzy beneficjentami a zarządzającymi, ułatwiło proces decyzyjny w kwestiach kluczowych dla działalności REIT oraz pozwoliło na zmniejszenie kosztów związanych z zarządzaniem<sup>144</sup>.

Lata dziewięćdziesiąte XX wieku to okres wychodzenia REIT oraz całej gospodarki amerykańskiej z recesji trwającej w latach 1989-1991, znacznego ożywienia zainteresowania inwestorów oraz dalszych zmian prawa usprawniających funkcjonowanie REIT. Pokreślenia wymaga, że nie wszystkie istotne zmiany w historii tego modelu inwestycyjnego były wyznaczane przez kolejne nowelizacje. Próby pozyskania nowych źródeł finansowania to szersze otwarcie REIT na rynek kapitałowy. W 1991 r. na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych miała miejsce pierwsza oferta publiczna akcji

---

<sup>142</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate...*, s. 28.

<sup>143</sup> H. Hsu, *An examination of the impact of the Tax Reform Act of 1986 on real estate investment trusts*, praca doktorska, Lehigh University 1992, s. 14.

<sup>144</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate...*, s. 28; R. Papież, *Real Estate...*, s. 57.

należących do Kimco Realty Corporation - REIT inwestującego bezpośrednio w nieruchomości<sup>145</sup>. Otworzyło to drogę dla innych REIT o podobnym profilu inwestycyjnym, gdyż do tego czasu notowanie na giełdzie i finansowanie z wykorzystaniem publicznej emisji papierów wartościowych było domeną REIT inwestujących w instrumenty finansowe powiązane z nieruchomościami lub zabezpieczone na nieruchomości.

Podwaliny pod nowy rozdział w historii REIT położone zostały w 1992 r. dzięki pierwszej ofercie publicznej Taubman Centers Inc. Po raz pierwszy spółka ta zastosowała strukturę holdingową określaną jako UP-REIT, co stanowi skrót od angielskiego zwrotu *umbrella-REIT* lub w dosłownym tłumaczeniu REIT-parasolowy. Struktura holdingowa UP-REIT była odpowiedzią na problem związany ze skutkami podatkowymi wniesienia fizycznej nieruchomości jako wkładu do REIT. Obowiązujące przepisy podatkowe kwalifikują wniesienie wkładu w postaci nieruchomości do spółki kapitałowej jako zdarzenie rodzące zobowiązanie podatkowe po stronie wnoszącego wkład<sup>146</sup>. Odmienne zagadnienie to kształtuje się w przypadku wniesienia wkładu w postaci nieruchomości do spółki osobowej. W tym przypadku obowiązek podatkowy w podatku dochodowym po stronie wnoszącego wkład nie powstaje. Brak traktowania wniesienia wkładu w postaci nieruchomości do spółki osobowej jako zdarzenia podlegającego opodatkowaniu przyczynił się do powstania prawnie dopuszczalnej formy optymalizacji podatkowej<sup>147</sup>.

Struktura UP-REIT stanowi kapitałowe powiązanie dla celów podatkowych tradycyjnego REIT i spółki osobowej, najczęściej spółki komandytowej. W typowym UP-REIT podmioty posiadające prawo własności nieruchomości (osoby fizyczne lub osoby prawne), tworzą spółkę komandytową i wnoszą swoje nieruchomości w zamian za udziały w tej spółce<sup>148</sup>. Jednocześnie REIT za środki uzyskane w ramach oferty publicznej swoich własnych udziałów obejmuje udziały w utworzonej spółce komandytowej i pełni w spółce rolę komplementariusza (spółka parasolowa). Głównym aktywem powstałego w ten sposób UP-REIT są udziały w nowo utworzonej spółce parasolowej, z kolei komandytariusze wnoszący wkłady rzeczowe do spółki parasolowej otrzymują

---

<sup>145</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 149. Kimco Realty Corporation to REIT, którego aktywa stanowią w większości centra handlowe mieszczące się na przedmieściach największych metropolii południowej części Stanów Zjednoczonych, a jego działalność obejmuje także kwestie związane z zarządzaniem i rozbudową nabywanych nieruchomości. Spółka wchodzi w skład indeksu S&P 500 i jest właścicielem lub posiada udziały w ponad 500 centrach handlowych. (<https://www.kimcorealty.com/about-us>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>146</sup> C.M. Cornell, *REITs and UPREITs: Pushing the Corporate Law Envelop*, „University of Pennsylvania Law Review” 1997, vol. 145, issue 6, s. 1578-1579.

<sup>147</sup> *Ibidem*, s. 1579.

<sup>148</sup> *Ibidem*, s. 1577; R.J. Singer, *Understanding REITs, UPREITs, and Down-REITs, and tax and business decisions surrounding them*, „Virginia Tax Review” 1996, vol. 16, issue 2, s. 334-335.

udziały w spółce komandytowej oraz mogą dokonać ich konwersji na udziały w UP-REIT<sup>149</sup>. Przedstawiona struktura holdingowa łączy zatem podatkowe zalety REIT z korzyściami fiskalnymi, wynikającymi z faktu, że UP-REIT jest właścicielem całego swojego majątku poprzez spółkę osobową, określaną mianem spółki operacyjnej<sup>150</sup>. Organizowanie działalności na rynku nieruchomości w strukturze UP-REIT miało znaczenie dla ogólnego rozwoju sektora, gdyż stwarzało możliwości optymalizacji podatkowej, także w przypadku nabywania nieruchomości przez REIT w drodze umowy sprzedaży<sup>151</sup>. Zawarcie umowy o zarządzanie z REIT, a następnie sprzedaż nieruchomości spółce operacyjnej umożliwiała odroczenie obowiązku podatkowego lub jego uniknięcie, co z punktu widzenia sprzedającego było wymierną finansową korzyścią<sup>152</sup>.

W ostatniej dekadzie XX wieku dokonano trzech znaczących zmian w ustawodawstwie dotyczącym REIT. Pierwsza nowelizacja została zawarta w *Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993* i dotyczyła wymogów odpowiedniego rozproszenia struktury własnościowej. Przed wprowadzeniem zmian, REIT musiały posiadać co najmniej 100 udziałowców oraz realizować zasadę 5/50 (*five or fewer rule*), zgodnie z którą pięciu lub mniej udziałowców mogło posiadać łącznie nie więcej niż 50% wszystkich wyemitowanych udziałów. Zasada ta stanowiła znaczące utrudnienie dla inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych dysponujących znacznymi środkami finansowymi, które były zainteresowane długoterminowymi inwestycjami o niskim ryzyku i stabilnej stopie zwrotu<sup>153</sup>. Następstwem obowiązywania zasady *five or fewer* był brak możliwości posiadania przez fundusze emerytalne więcej niż 50% udziałów w REIT, co znacząco ograniczało możliwość pozyskiwania środków na rozwój działalności operacyjnej.

Zmiana wprowadzona przez *Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993* polegała na przyjęciu, że w przypadku, w którym fundusz emerytalny posiada nie więcej niż 75% udziałów w REIT, a jego uczestnikami jest co najmniej 500 osób, każdy z uczestników będzie traktowany jak posiadający bezpośrednio udziały w REIT, proporcjonalnie do posiadanych jednostek uczestnictwa w funduszu emerytalnym (tzw. *pension look-through rule*)<sup>154</sup>. Uznanie, że udziały w REIT nabyte przez fundusz emerytalny rozkładają się

---

<sup>149</sup> *Ibidem*, s. 335.

<sup>150</sup> S.L. Semer, *A Brief History of US REITs*, „Canadian Tax Journal” 2009, Vol. 57, No. 4, s. 965.

<sup>151</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 150.

<sup>152</sup> *Ibidem*, s. 150.

<sup>153</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate...*, s. 30

<sup>154</sup> B.T. Borden, *Reforming REIT Taxation (or Not)*, „Huston Law Review” 2015, vol. 53, issue 1, s. 42.

proporcjonalnie pomiędzy uczestników funduszu pozwalało na obejście zasady *five or fewer*, o ile ustawowy próg 50% wszystkich wyemitowanych udziałów nie został przekroczony w inny sposób, np. poprzez posiadanie zbyt dużej liczby udziałów za pośrednictwem funduszu emerytalnego lub jako bezpośredni udziałowiec REIT<sup>155</sup>.

Druga istotna nowelizacja przepisów dotyczących REIT była częścią *Taxpayer Relief Act of 1997* i jest określana jako *REIT Simplification Act of 1997*. Ustawa zawierała dwanaście jednostek redakcyjnych bezpośrednio odnoszących się do funkcjonowania i kształtu REIT<sup>156</sup>. Za najważniejsze zmiany wprowadzone przez ustawę należy uznać m.in. dalszą liberalizację przepisów pozwalających REIT na wykonywanie dodatkowych usług związanych z bieżącą eksploatacją wynajmowanych nieruchomości, pod warunkiem, że dochody z tej działalności nie przekraczają 1% dochodu brutto z konkretnej nieruchomości<sup>157</sup>. Ponadto uchylono wymóg uzyskiwania nie więcej niż 30% dochodu brutto ze sprzedaży nieruchomości posiadanych przez okres krótszy niż cztery lata lub innych aktywów niebędących inwestycjami długoterminowymi. Pozwoliło to na bardziej elastyczne decyzje związane z zakupem lub sprzedażą nowych aktywów w przypadku, w którym pojawiała się oferta korzystna dla REIT. Dodatkowo dokonano zmian w zasadach opodatkowania zatrzymanych zysków kapitałowych, co było szczególnie istotne z punktu widzenia płynności oraz możliwości finansowania nowych inwestycji<sup>158</sup>.

*REIT Modernization Act of 1999* to trzecia nowelizacja przyjęta w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Była częścią ustawy *Ticket to Work Incentives Improvement Act of 1999*, której główne założenia dotyczyły kwestii tworzenia spółek zależnych REIT oraz dopuszczalnego zakresu działalności podejmowanej przez spółki zależne. Do czasu wejścia w życie powyższej nowelizacji spółki zależne REIT mogły świadczyć na rzecz najemców nieruchomości wyłącznie usługi zwyczajowo związane z eksploatacją nieruchomości. Problemem pozostawała również kwestia powiązania kapitałowego i wpływu na decyzje podejmowane przez spółkę zależną. W poprzednim stanie prawnym REIT mogły posiadać bezpośrednio lub pośrednio 99% udziałów w spółce zależnej, jednak nie więcej niż 10% udziałów z prawem głosu, a wartość udziałów każdej spółki zależnej REIT nie mogła przekraczać wartości 5% wszystkich aktywów REIT. Stan ten znacząco ograniczał możliwość efektywnego prowadzenia działalności za pośrednictwem spółek

---

<sup>155</sup> *Ibidem*, s. 42.

<sup>156</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate...*, s. 31

<sup>157</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 154.

<sup>158</sup> *Ibidem*, s. 154.

zależnych i wymagał dołożenia dodatkowych starań w zakresie współpracy z podmiotem lub podmiotami, którym przysługiwało prawo głosu z pozostałych udziałów spółce zależnej<sup>159</sup>. Zmiany wprowadzone w 1999 r. umożliwiły REIT posiadanie 100% udziałów w spółce zależnej podlegającej standardowym zasadom opodatkowania, której działalności mogła wykraczać poza usługi zwyczajowo powiązane z eksploatacją nieruchomości i która mogła świadczyć usługi również na rzecz innych podmiotów niż najemcy nieruchomości należących do REIT<sup>160</sup>. Co równie istotne, całość dochodu generowanego przez spółkę zależną i wypłaconego REIT, kwalifikowana była jako realizująca wymóg uzyskiwania co najmniej 90% dochodu brutto z wskazanych w ustawie źródeł. Przewidzianym ograniczeniem w zakresie działalności dopuszczalnej do prowadzenia przez spółkę zależną REIT, było zarządzanie hotelami i placówkami opieki zdrowotnej<sup>161</sup>. Z uwagi na szczególny rodzaj działalności, zarządzanie tymi nieruchomościami musiało zostać powierzone podmiotowi trzeciemu, niepowiązanemu ze spółką zależną lub samym REIT. Inną zmianą wprowadzoną w 1999 r. był powrót do obowiązku wypłaty w formie dywidendy 90% dochodu podlegającego opodatkowaniu. Nowelizacja ta cofnęła tym samym zmianę wprowadzoną na mocy *Tax Reform Act of 1976*, zwiększająca poziom obowiązkowej wypłaty do 95%<sup>162</sup>.

Historia rozwoju regulacji dotyczących prawnych ram funkcjonowania REIT w XXI wieku jest w znacznej mierze powiązana z kryzysem na rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka (*subprime mortgage*), który doprowadził do globalnego kryzysu na rynkach finansowych w 2008 r. Okres od 2001 do 2007 r. to znaczne ożywienie na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Pęknięcie tzw. bańki internetowej i spadek wartości akcji spółek z branży informatycznej spowodował ponowne skierowanie uwagi inwestorów na rynek nieruchomości, a tym samym na inwestycje w REIT, które podnosiły się po chwilowym okresie stagnacji<sup>163</sup>. Ogólna recesja wywołana pęknięciem bańki internetowej zapoczątkowała proces obniżki stóp procentowych mający na celu pobudzenie amerykańskiej gospodarki. Niskie stopy procentowe, w połączeniu

---

<sup>159</sup> J.H. McCall, *A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basics of REITs*, „Transactions: The Tennessee Journal of Business Law” 2001, vol. 2, issue 3, s. 6.

<sup>160</sup> *Ibidem*, s. 6; B.T. Borden, *Reforming REIT...*, s. 49; *REIT Modernization Act of 1999* nie wprowadzała minimalnego lub maksymalnego progu posiadania przez REIT określonej części kapitału zakładowego spółki zależnej, a jedynie konieczność dokonania wyboru przez spółkę sposobu opodatkowania jako spółka zależna REIT. Stworzono w ten sposób możliwość tworzenia przez REIT jednoosobowych spółek zależnych lub spółek zależnych jedynie z częściowym udziałem REIT.

<sup>161</sup> J. H. McCall, *A Primer on Real Estate...*, s. 7.

<sup>162</sup> B.T. Borden, *Reforming REIT...*, s. 45.

<sup>163</sup> D. Brounen, S. de Koning, *50 Years of Real Estate Investment Trusts: An International Examination of the Rise and Performance of REITs*, „Journal of Real Estate Literature” 2012, vol. 20 (2), s. 201.

z polityką promującą możliwość zaciągania kredytów hipotecznych przez osoby mniej zarabiające spowodowały znaczący napływ środków finansowych na rynek nieruchomości i rynki z nim powiązane, w tym rynek REIT. W 2004 r. na fali trwających wzrostów sektora uchwalono kolejną nowelizację przepisów regulujących działalność REIT określaną jako *REIT Improvement Act of 2004*, która była częścią ustawy *American Jobs Creation Act*. Ustawa wywarła znaczący wpływ na amerykański sektor handlu zagranicznego, gdy po sporze ze Światową Organizacją Handlu i Unią Europejską, Stany Zjednoczone zmuszone zostały do zmiany obowiązujących od lat sześćdziesiątych XX wieku przepisów podatkowych pozwalających przedsiębiorcom odliczyć od dochodu brutto kwalifikujący się dochód z handlu zagranicznego<sup>164</sup>. Równocześnie uchwalone przepisy liberalizowały zasady lokowania środków w REIT przez inwestorów zagranicznych. Uchylono obowiązek składania sprawozdań do amerykańskiej administracji skarbowej przez inwestorów zagranicznych posiadających mniej niż 5% ogółu udziałów w REIT, co stanowiło znaczące uproszczenie i ograniczenie kosztów<sup>165</sup>. Kolejne zwiększenie napływu środków finansowych od inwestorów zagranicznych doprowadziło do znacznego wzrostu kapitalizacji sektora. REIT cieszyły się zainteresowaniem i zaufaniem inwestorów, dowodem czego mogą być rekordowe wpływy z ofert publicznych. W 2005 r. hipoteczny REIT KKR Financial w ramach oferty publicznej sprzedał akcje o wartości 910 mln dolarów, a już rok później rekord ten został pobity przez REIT Douglas Emmett inwestujący bezpośrednio w nieruchomości, który w ramach jednej emisji sprzedał akcje o łącznej wartości 1,6 mld dolarów<sup>166</sup>.

Problemy branży nieruchomości rozpoczęły się na początku 2007 r. i przełożyły się na pogorszenie nastrojów inwestorów oraz znaczny spadek cen akcji publicznych REIT. Kongres szybko zareagował na problemy piętrzące się na rynku nieruchomości oraz na rynku finansowym i już w lutym 2007 r. przedstawiono projekt *REIT Investment Diversification and Empowerment Act*, którego głównym założeniem było znówelizowanie przepisów w taki sposób, aby zminimalizować straty REIT i umożliwić przetrwanie kryzysu<sup>167</sup>. W lipcu 2008 r. Prezydent Georg W. Bush podpisał ustawę *Housing and Economic Recovery Act of 2008*, realizującą podstawowe cele, takie jak: pomoc podmiotom

---

<sup>164</sup> Tax Briefing, *American Jobs Creation Act of 2004*, „The Tax Magazine” 2004, vol. 82, issue 11, s. 45 i nast.

<sup>165</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 160 i nast.

<sup>166</sup> R. Papież, *Real Estate...*, s. 60.

<sup>167</sup> P. Monroe, *REITs Amidst the Current Real Estate Crisis: An Analysis of the REITs Investment Diversification and Empowerment Act*, „Rutgers Business Law Journal” 2009, vol. 6, issue 1, s. 39.

regulującym rynek kredytów hipotecznych, zapewnienie pomocy bankom i kredytobiorcom, ustabilizowanie rynku mieszkaniowego, zapobieganie społecznym skutkom kryzysu oraz zapobieganie kryzysom mieszkaniowym w przyszłości<sup>168</sup>. Jako uproszczenia wprowadzone w celu ułatwienia REIT przetrwania kryzysu wskazać można m.in. skrócenie ustawowego okresu posiadania nieruchomości przed jej sprzedażą do dwóch lat, wyłączenie zysków z transakcji hedgingowych i zysków ze zmian kursowych z badania realizacji przez REIT ustawowych limitów dochodów z określonych źródeł oraz zliberalizowanie przepisów dotyczących prowadzonych przez REIT placówek ochrony zdrowia<sup>169</sup>. Wprowadzone zmiany zbiegły się jednak z ogłoszeniem upadłości przez bank Lehman Brothers do którego doszło 15 września 2008 r. Pomimo że kryzys nie ominął sektora REIT, okazał się on dobrze przygotowany nawet na tak drastyczne zmiany rynkowe. Głównym powodem stosunkowo stabilnej pozycji REIT w trakcie kryzysu był sam model inwestowania, który charakteryzował się większą płynnością niż lokowanie przez inwestorów środków w konkretne nieruchomości, profesjonalnym zarządzaniem związanym z odpowiednią analizą podejmowanych inwestycji i ich odpowiednią dywersyfikacją (inwestowanie nie tylko w nieruchomości mieszkaniowe ale również usługowe i komercyjne), a także duża zdolność kredytowa i potencjał do poszukiwania alternatywnych form finansowania<sup>170</sup>. Czynniki te pozwoliły REIT na łagodne przejście przez kryzys gospodarczy i już na początku 2009 r. można było zaobserwować początki odrabiania strat. Rekordowa kapitalizacja sektora publicznych REIT, która w 2006 r. wynosiła 438 mld dolarów, w roku 2008 spadła do 192 mld dolarów. Jednak już w 2009 r. zanotowano wzrost kapitalizacji sektora do 271 mld dolarów, a w roku 2011 wartość ta powróciła do poziomu z 2006 r.<sup>171</sup>

Okres od końca kryzysu finansowego do 2023 r., to czas stabilny dla REIT oraz inwestorów lokujących w nich swoje pieniądze. Pierwszą nowelizacją przepisów dotyczących REIT uchwaloną po zakończeniu kryzysu, była ustawa *Update and Streamline REIT Act of 2012*. Ustawa miała na celu wprowadzenie zmian zrównujących pozycję REIT z pozycją regulowanych spółek inwestycyjnych, których nowelizacja miała miejsce w 2010 r. i polegała na ogólnym uproszczeniu przepisów podatkowych dotyczących

---

<sup>168</sup> A. Bruce, *Housing and Economic Recovery Act of 2008*, „Harvard Journal on Legislation” 2009, vol. 46, issue 2, s. 585-587

<sup>169</sup> P. Monroe, *REITs Amidst...*, s. 41 i n; A. Bruce, *Housing and Economic...*, s. 589.

<sup>170</sup> P. Monroe, *REITs Amidst...*, s. 35.

<sup>171</sup> R. Papież, *Real Estate...*, s. 63; G. Mizerski, *Real estate...*, s. 164.

branży funduszy inwestycyjnych<sup>172</sup>. Istotną zmianą nakierowaną na ponowne uelastyczenie zasad sprzedaży aktywów, była możliwość uniknięcia przez REIT dodatkowego obciążenia podatkowego przy sprzedaży nieruchomości, jeżeli łączna wartość zbytych nieruchomości nie przekraczała w danym roku podatkowym określonego limitu<sup>173</sup>. Wyeliminowano również obowiązek organizacji pośrednictwa przy sprzedaży nieruchomości przez podmiot trzeci niezależny od REIT oraz umożliwiono podejmowanie takiej działalności przez spółki zależne REIT<sup>174</sup>.

Ustawa *Protecting Americans from Tax Hikes Act of 2015*, stanowiąca drugą pokryzysową nowelizację przepisów dotyczących funkcjonowania REIT wprowadziła zmiany w ustawie *Foreign Investment in Real Property Tax Act of 1980* (FIRPTA) ograniczając jej stosowanie w odniesieniu do inwestorów nieposiadających rezydencji podatkowej w Stanach Zjednoczonych Ameryki<sup>175</sup>. Ustawa FIRPTA została uchwalona w celu wyeliminowania nieuczciwej przewagi jaką mieli nierezydenci podatkowi inwestujący na amerykańskim rynku nieruchomości i wprowadziła normę, zgodnie z którą dochód ze sprzedaży udziałów w nieruchomościach położonych na terenie Stanów Zjednoczonych jest traktowany jako dochód efektywnie powiązany z działalnością prowadzona na terenie Stanów Zjednoczonych i podlega opodatkowaniu na takich samych zasadach, jak dochód uzyskiwany przez rezydentów podatkowych<sup>176</sup>. Pojęcie udziałów w nieruchomościach położonych na terenie Stanów Zjednoczonych obejmowało również udziały w spółkach określanych przez ustawę FIRPTA jako amerykańskie holdingi nieruchomości (*U.S. real property holding corporations*), a ze względu na skład swojego majątku REIT inwestujące bezpośrednio w nieruchomości kwalifikowały się jako takie spółki<sup>177</sup>. Opisane regulacje prowadziły do negatywnych skutków podatkowych dla inwestorów zagranicznych, którzy w przypadku osiągnięcia dochodu ze sprzedaży udziałów w REIT

---

<sup>172</sup> J.H. Loftus, A. Naragon, E. Herald, P. Barrett, C. Jetter, *Real Estate Tax Update*, „Real Estate Finance” 2012, vol. 29 (1), s. 14.

<sup>173</sup> *Ibidem*, s. 14.

<sup>174</sup> *Ibidem*, s. 14.

<sup>175</sup> M.C. van Deusen, A. G. O’Brien, *The PATH Act Changes to the REIT and FIRPTA Rules: A User’s Guide*, „The Tax Magazine” 2017, vol. 95, issue 1, s. 25.

<sup>176</sup> *Ibidem*, s. 40; Nierezydenci podatkowi są podmiotem podatku dochodowego w przypadku dochodów efektywnie powiązanych z działalnością na terenie Stanów Zjednoczonych oraz stałych, możliwych do określenia, rocznych lub okresowych dochodów ze źródeł na terenie Stanów Zjednoczonych. Zyski kapitałowe inwestorów nie będących rezydentami podatkowymi są traktowane jako podlegające opodatkowaniu jedynie w określonych w ustawie przypadkach (stanowią dochód efektywnie powiązany z działalnością w tamtejszej jurysdykcji lub nierezydenci będący osobami fizycznymi przebywają na terenie Stanów Zjednoczonych przez 183 lub więcej dni w roku podatkowym). Przed wprowadzeniem opisanych zmian istniała możliwość uniknięcia przez podmioty zagraniczne podatku w przypadku zbycia udziałów w REIT.

<sup>177</sup> M.C. van Deusen, A.G. O’Brien, *The PATH Act...*, s. 40.

musieli dodatkowo uiścić 35% procentowy podatek nakładany przez FIRPTA. Nowelizacja z 2015 r. wprowadziła wyjątki dotyczące kwalifikowanych podmiotów zborowego inwestowania, w szczególności funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych, zgodnie z którymi sprzedaż udziałów w REIT posiadanych przez wskazane podmioty jest wolna od dodatkowych obciążeń podatkowych wynikających z ustawy FIRPTA<sup>178</sup>.

Wnioski wyciągnięte przez sektor z kryzysu finansowego oraz recesji ułatwiły przejście przez okres pogorszonej koniunktury wywołany pandemią COVID-19. Restrykcje pandemiczne wymusiły zamykanie przedsiębiorstw i spowodowały gwałtowny wzrost bezrobocia, co stanowiło zagrożenie dla finansowania REIT oraz ograniczyło możliwości pozyskiwania nowych inwestorów. Przeciwdziałanie skutkom pandemii opierało się głównie na działaniach mających na celu zapewnienie płynności finansowej poprzez wykorzystanie posiadanych zdolności kredytowych, zawieszenie lub zmniejszenie poziomu wypłacanych dywidend, wstrzymanie planów wykupu akcji, emisję obligacji, zmniejszenie wynagrodzeń kadry kierowniczej oraz opóźnienie projektów inwestycyjnych<sup>179</sup>. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, że w roku poprzedzającym pandemię REIT zgromadziły kapitał własny i dług na publicznych rynkach kapitałowych o wartości 109 mld dolarów. Ogólna kapitalizacja 219 publicznych REIT funkcjonujących w 2019 r. wyniosła 1,32 bld dolarów<sup>180</sup>. Sektor jako całość okazał się odporny na skutki pandemii również przez dużą dywersyfikację wewnętrzną. Spadek cen akcji REIT działających jako spółki akcyjne oraz inwestujących w nieruchomości komercyjne, takie jak centra handlowe i hotele, został zrównoważony przez dowartościowanie REIT powiązanych z branżą handlu elektronicznego poprzez wynajmowanie powierzchni służących do przechowywania infrastruktury informatycznej (tzw. centra danych), magazynów wysyłkowych, centrów logistycznych oraz infrastruktury przemysłowej<sup>181</sup>. Na dowód tego wskazać należy, że w 2020 r. przy liczbie publicznych REIT wynoszącej 223, ogólna kapitalizacja sektora spadła jedynie do 1,24 bld dolarów<sup>182</sup>.

Normy regulujące formę prawną, tworzenie, funkcjonowanie oraz opodatkowanie REIT ewoluowały wielokrotnie na przestrzeni sześćdziesięciu lat od czasu pierwszego

---

<sup>178</sup> *Ibidem*, s. 40.

<sup>179</sup> B. Mattson-Teig, *Past Financial Lessons Helped REITs Adapt During Pandemic Crisis*, NAREIT 2020, (<https://www.reit.com/news/reit-magazine/july-august-2020/past-financial-lessons-helped-reits-adapt-during-pandemic-crisis>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>180</sup> *Ibidem*.

<sup>181</sup> C. Schnure, *2022 Outlook for the Economy, Commercial Real Estate and REITs*, NAREIT 2021, ([bit.ly/4nIAQUR](https://bit.ly/4nIAQUR)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>182</sup> FTSE Nareit Real Estate Index Historical Market Capitalization, 1972-2022, ([bit.ly/4qMxm5X](https://bit.ly/4qMxm5X)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

ich uchwalenia w 1960 r. Biorąc pod uwagę okres rozwoju trustów inwestujących w nieruchomości, które działały od końca XIX wieku i stały się inspiracją do ustawowego uregulowania REIT na poziomie federalnym, historia dotycząca problematyki prawnego usankcjonowania zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości realizującego ideę transferowej teorii podatkowej, sięga ponad 130 lat wstecz. Historia REIT w Stanach Zjednoczonych Ameryki oraz wyzwania z jakimi na przestrzeni lat zmagał się ten sektor, jest przyczynkiem do lepszego zrozumienia ogólnej problematyki związanej z wprowadzeniem regulacji realizujących postulaty tego modelu działalności. Bazowanie na doświadczeniach innych państw umożliwia zwiększonej refleksji na temat kształtu przyszłych rozwiązań krajowych.

#### **1.4. Klasyfikowanie podmiotów jako real estate investment trust**

Wypracowany w Stanach Zjednoczonych Ameryki model REIT rozprzestrzenił się w skali globalnej i po przystosowaniu został implementowany do licznych porządków, niekiedy różniących się znacznie pod względem kultury prawnej. Zgodnie ze stanem na rok 2025 ustawodawstwo normujące kształt oraz zasady funkcjonowania podmiotów typu REIT, zgodnie z danymi przedstawianymi w opracowaniach branżowych, obowiązuje w czterdziestu ośmiu państwach, w tym siedmiu państwach Ameryki Północnej i Ameryki Południowej (włączając Stany Zjednoczone), jedenastu państwach Afryki i Bliskiego Wschodu, piętnastu państwach z rejonu Azji i Pacyfiku oraz w piętnastu państwach Europy, spośród których czternaście to państwa członkowskie Unii Europejskiej. Pierwszymi państwami, które implementowały wzorzec amerykański były Holandia (1969) oraz Australia (1971), jednak skokowy wzrost zainteresowania nastąpił w latach dziewięćdziesiątych i od tego czasu liczba państw decydująca się na wdrożenie odpowiednich przepisów sukcesywnie wzrasta<sup>183</sup>. Globalne zainteresowanie modelem REIT powoduje konieczność określenia w jakich przypadkach można stwierdzić, że ustawodawca w danym państwie implementuje ten model prowadzenia działalności gospodarczej. Konieczne jest zatem określenie wyróżniających go cech. Ich ustalenie pozwala w konsekwencji na zakwalifikowanie poszczególnych podmiotów gospodarczych jako działających w ramach modelu REIT.

---

<sup>183</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 3 i nast.

Jak zostało zaznaczone we wstępie do pracy, obecnie określenie *real estate investment trust* oderwało się od znaczenia swojego amerykańskiego pierwowzoru. W praktyce obrotu gospodarczego oraz zainteresowanych dyscyplinach naukowych, mianem REIT opisuje się już nie tylko podmioty działające na podstawie prawa obowiązującego w Stanach Zjednoczonych Ameryki, ale wszystkie tego typu podmioty posiadające cechy zaczerpnięte z amerykańskiego wzorca. Zachowując precyzję pojęciową, opisując podmioty wzorowane na amerykańskich REIT powinno mówić się o podmiotach działających „w modelu REIT”, ewentualnie o „podmiotach typu REIT”. Powyższe w połączeniu ze złożonością poszczególnych regulacji wprowadzających rozwiązania znane z ustawodawstwa amerykańskiego, powoduje znaczne problemy w znalezieniu uniwersalnej definicji obejmującej swym zakresem wszystkie podmioty typu REIT. Istniejące definicje najczęściej skupiają się na wybranym aspekcie ich działalności oraz osadzone są w ramach danego prawodawstwa. Sprzyja to powstawaniu definicji opisowych, w których może dojść do pominięcia określonej cechy wyróżniającej lub niezasadnego jej zawężenia. Definicje te nie uwzględniają również wskazywanej niejednorodności tych podmiotów oraz potrzeby zachowania przyjętej w pracy precyzji pojęciowej przy posługiwaniu się określeniem „REIT”, co szerzej wyjaśnione zostało w dalszej części podrozdziału.

Przegląd definicji podmiotów typu REIT należy rozpocząć od tej zaproponowanej przez *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT)<sup>184</sup>. Zgodnie z nią, REIT to przedsiębiorstwa posiadające lub finansujące nieruchomości przynoszące dochód, które muszą spełniać określone wymogi, aby kwalifikować się jako REIT, w zamian za co oferują inwestorom szereg korzyści, dając możliwość uzyskania dostępu do dochodów opartych na dywidendach<sup>185</sup>. Definicja ta ma charakter popularyzatorski, jednak pojawiają się w niej odwołanie do podstawowych cech odróżniających, takich jak działalność związana z rynkiem nieruchomości, występowanie szczególnych wymogów oraz powiązanych z nimi profitów dla inwestorów. Główny nacisk jest tu jednak położony na charakter inwestycyjny tych podmiotów, bez wchodzenia w szczegóły dotyczące prawnych ram ich funkcjonowania. Podobny charakter ma definicja H.B. Mayo,

---

<sup>184</sup> National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) z siedzibą w Waszyngtonie D.C., to najstarsze stowarzyszenie reprezentujące branżę REIT, powstałe 15 września 1960 r. (dzień po podpisaniu ustawy regulującej działalność REIT) pod pierwotną nazwą Krajowe Stowarzyszenie Nieruchomości. NAREIT zrzesza głównie REIT funkcjonujące w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Stowarzyszenie to, powszechnie uznawane jest za wiodące źródło informacji na temat funkcjonowania branży. Gromadzi, opracowuje i udostępnia dane dotyczące wyników sektora REIT od 1972 r.; R. Imperiale, *Getting Started in Real Estate Investment Trusts*, Hoboken 2006, s. 35.

<sup>185</sup> <https://www.reit.com/what-reit>, (dostęp: 30.11.2025 r.).

określająca REIT jako fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ), które specjalizują się w nieruchomościach, głównie w nieruchomościach własnościowych lub w kredytach hipotecznych oraz dostarczają inwestorom środków na otwarcie pozycji w nieruchomości bez konieczności ich nabywania i administrowania<sup>186</sup>. Odwołuje się ona do pasywnego charakteru inwestowania na rynku nieruchomości, jednak poza powiązaniem z rynkiem nieruchomości nie wskazuje na inne cechy charakterystyczne, jak na przykład wymogi w zakresie poziomu wypłacanej dywidendy lub szczególne rozwiązania podatkowe. Mylnie jest również samo definiowanie REIT jako FIZ. Posiadają one wiele cech upodabniających je do FIZ, jednak z punktu widzenia nomenklatury prawniczej jest to określenie nieprecyzyjne, gdyż forma prawna ich działalności nie ogranicza się jedynie do formy FIZ.

R.D. Campbell oraz C.F. Sirmans definiują REIT jako specjalny rodzaj korporacji pozwalający na efektywną alokację kapitału w sektorze nieruchomości. Odmienne od publicznych spółek akcyjnych, nie są one zobowiązane do zapłaty podatku dochodowego, pod warunkiem rozdystrybuowania dochodu netto na rzecz akcjonariuszy, który jest opodatkowany na ich poziomie. REIT umożliwiają osobom fizycznym i instytucjom inwestycje kapitałowe na rynku nieruchomości, bez konieczności ponoszenia wysokich kosztów związanych z inwestycjami bezpośrednimi i z jednoczesnym zapewnieniem uniknięcia podwójnego opodatkowania, co wymaga jednak przyjęcia restrykcyjnej struktury instytucjonalnej zaprojektowanej w celu ograniczenia nieuczciwej konkurencji w stosunku do opodatkowanych podmiotów<sup>187</sup>.

P. Eichholtz i N. Kok definiują REIT poprzez wyliczenie najistotniejszych cech. Zgodnie z ich definicją, jest to przedsiębiorstwo, które<sup>188</sup>:

- 1) jest zobligowane do czerpania większości swoich dochodów z inwestycji w nieruchomości;
- 2) jest zwolnione z podatku dochodowego na poziomie korporacyjnym, jednak większa część jego dochodów netto jest wypłacana akcjonariuszom, podlegającym standardowemu obowiązkowi podatkowemu;

---

<sup>186</sup> H.B. Mayo, *Inwestycje*, przeł. K. Perez, M. Łukowski, Warszawa 2014, s. 245.

<sup>187</sup> R.D. Campbell, C.F. Sirmans, *Policy implications of structural options in the development of real estate investment trusts in Europe. Lessons from the American experience*, „Journal of Property Investment & Finance” 2002, nr 20(4), s. 388–nast.

<sup>188</sup> P. Eichholtz, N. Kok, *The EU REIT and the internal market for real estate*, ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1081198](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081198)), s. 49, (dostęp: 30.11.2025 r.).

- 3) ma możliwość, ale nie obowiązek, wprowadzenia swoich akcji do publicznego obrotu;
- 4) funkcjonuje w określonych ramach prawnych i pod nadzorem władz.

Autorzy powyższej definicji wskazują na problematykę związaną z dopuszczeniem akcji do publicznego obrotu oraz zaznaczają, że ramy ich działalności są każdorazowo określone przez ustawodawcę, który następnie podejmuje środki mające gwarantować realizację założeń ustawowych. Definicja ta jest silnie zakorzeniona w występujących w Europie regulacjach dotyczących podmiotów typu REIT<sup>189</sup>.

Próbę określenia ich istoty podejmują również rodzimi autorzy. B. Frączek wskazuje, że REIT występują w formie spółek prawa handlowego albo w formie funduszy oraz co do zasady nie są obciążone koniecznością zapłaty podatku dochodowego, przy czym ich dochód generowany jest przede wszystkim z najmu nieruchomości lub innych aktywów oraz przedsięwzięć związanych z nieruchomościami. Uprzywilejowany status podatkowy jest jednak powiązany z realizacją wymogów dotyczących źródeł dochodów, ich dystrybucji oraz alokacji aktywów<sup>190</sup>. Z kolei według G. Mizerskiego, REIT to korporacje, trusty lub stowarzyszenia zakładane w celu zakupu i zarządzania nieruchomościami komercyjnymi, które mogą być zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych, jednak zwolnienie to jest możliwe wyłącznie w przypadku wypłaty określonego poziomu zysku w formie dywidendy, zainwestowania aktywów w nieruchomości oraz osiągnięcie większości dochodów brutto z czynszów z najmu nieruchomości lub odsetek od kredytów hipotecznych finansujących nieruchomości<sup>191</sup>.

Przeгляд przedstawionych definicji uwidacznia trudność w syntetycznym zestawieniu wszystkich funkcjonujących rozwiązań dotyczących struktury i działalności podmiotów typu REIT. Należy zauważyć, że większość definicji tworzonych jest na potrzeby praktyki oraz dyscyplin nauki innych niż nauki prawne, w szczególności nauk o ekonomii i finansach oraz nauk o zarządzaniu i jakości. Wprowadzenie do porządku prawnego regulacji realizującej postulaty modelu REIT wymaga kompleksowej ingerencji ustawodawczej, przez co w każdym przypadku z osobna możliwe byłoby stworzenie odrębnej definicji obejmującej swym zakresem poszczególne podmioty działające w jej ramach.

---

<sup>189</sup> Najpopularniejszą w Europie formą funkcjonowania podmiotów typu REIT jest publiczna spółka akcyjna, która z uwagi na gromadzenie znacznego kapitału od inwestorów podlega różnym rodzajom ograniczeń oraz szczególnemu nadzorowi. Rozwinięcie tej problematyki nastąpi w dalszej części pracy.

<sup>190</sup> B. Frączek, *Rozwój rynku funduszy typu REIT na świecie*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2013, nr 170, s. 73.

<sup>191</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 63 i nast.

Wiele jurysdykcji posiada regulacje określane potocznie mianem „reżimu REIT”, jednak określenie to nie jest jednolite i zaciemnia różnice pomiędzy poszczególnymi porządkami. „*Real estate investment trust*” nie jest terminem prawniczym w taki sam sposób, jak na przykład „spółka”. Prawo spółek różni się w poszczególnych państwach, jednak podstawowe elementy i zasady funkcjonowania pozostają takie same, niezależnie od konkretnej jurysdykcji. Spółka posiada osobowość prawną odrębną od jej wspólników, działa przez powołane do tego organy w oparciu o przepisy ustawowe oraz regulacje zawarte w umowie lub statucie<sup>192</sup>. Podobnych uwag nie można poczynić w stosunku do podmiotów typu REIT, które mogą przyjmować wiele form prawnych i pomimo swojej historycznej nazwy wynikającej z tradycji amerykańskich, nie zawsze funkcjonują w obrocie jako trusty, gdyż od konkretnego ustawodawcy zależy określenie formy prawnej, zakresu działalności oraz przepisów podatkowych realizujących postulat likwidacji podwójnego opodatkowania<sup>193</sup>. Powyższe uzasadnia więc zaproponowaną we wstępie siatkę pojęciową przyjmującą za punkt centralny pewien szczególny sposób uregulowania zasad prowadzenia działalności („model REIT”), która jest wykonywana przez podmioty gospodarcze działające w rozmaitych formach prawnych („podmioty typu REIT”), z zastrzeżeniem, że drugie z tych określeń stanowi pewne uproszczenie i może obejmować swym zakresem również sposoby wspólnego podejmowania przedsięwzięć gospodarczych oparte, tak jak trust na zasadzie kontraktu bez tworzenia odrębnego podmiotu prawa.

Poszukując kryteriów pozwalających zakwalifikować dany podmiot jako działający w modelu REIT, należy skupić się na cechach odróżniających je od innych podmiotów gospodarczych. Zadanie to jest o tyle trudne, że tworząc prawne ramy dla ich działalności ustawodawca może uregulować wiele aspektów mających realizować dodatkowo przyjęte założenia, które w żaden sposób nie będą decydowały o szczególnym charakterze związanym z tym modelem. Jako przykład można tu wskazać występujące w przypadku większości europejskich podmiotów typu REIT, wymogi zobowiązujące do posiadania kapitału założycielskiego odpowiedniej wielkości lub przewidujące obowiązek

---

<sup>192</sup> N. Fritsch, J. Prebble, R. Prebble, *A Comparison of Selected Features of Real Estate Investment Trust Regimes in the United States, the United Kingdom and Germany*, „Victoria University of Wellington Legal Research Papers” 2013, vol. 3, issue 3, s. 367; Przenosząc uwagi poczynione w powołanym artykule na grunt prawa polskiego zaznaczyć należy, że w ścisłym znaczeniu odnoszą się one do spółek kapitałowych. Tylko te spółki zgodnie z przepisami posiadają odrębną od udziałowców lub akcjonariuszy osobowość prawną. W systemie anglosaskim nie funkcjonuje rozwiązanie polegające na przyznaniu niektórym jednostkom organizacyjnym nieposiadającym osobowości prawnej, zdolności do czynności prawnych.

<sup>193</sup> *Ibidem*, s. 367.

dopuszczenia akcji do obrotu na rynku oficjalnych notowań. Ustawowe nałożenie takich obowiązków jest nakierowane na zapewnienie podmiotom typu REIT kapitału odpowiadającego charakterowi prowadzonej działalności, przy jednoczesnym realizowaniu szczególnych obowiązków informacyjnych wynikających ze statusu spółki publicznej. Przedstawione obowiązki dotyczą jednak wielu różnych podmiotów gospodarczych, w działalności których są to cechy pożądane z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu.

Podejmując próbę określenia istoty modelu REIT, należy dokonać podziału cech charakteryzujących ten model działalności na cechy o charakterze obligatoryjnym oraz o charakterze fakultatywnym. Pierwsze z nich odnoszą się do rozwiązań immanentnie związanych z działalnością tego typu podmiotów, bez których nie można mówić o wyspecjalizowanym podmiocie gospodarczym o szczególnej pozycji rynkowej. Podmiot nieposiadający tych cech nie będzie mógł być uznany za działający w modelu REIT. Drugi zestaw cech nie przesądza o istocie modelu REIT, lecz ich powszechne występowanie w ustawodawstwach poszczególnych państw powoduje, że tradycyjnie są one kojarzone z tego typu podmiotami. Cechy te często odnoszą się do kwestii o znaczeniu pomocniczym, mając na celu realizację poszczególnych założeń danego ustawodawcy.

Można wyróżnić trzy cechy o charakterze obligatoryjnym, które spełnione kumulatywnie przesądzają o istocie modelu REIT oraz pozwalają zakwalifikować podmiot jako działający w jego ramach<sup>194</sup>:

- 1) ukierunkowanie prowadzonej działalności inwestycyjnej na rynek nieruchomości oraz rynek instrumentów finansowych powiązanych z nieruchomościami, najczęściej poprzez wprowadzenie wymogów dotyczących struktury aktywów lub źródeł przychodu;
- 2) określony ustawowo obowiązek wypłaty większości wypracowanego zysku uczestnikom;
- 3) wynikające z braku akumulowania zysku zwolnienie z podatku dochodowego na poziomie podmiotu oraz opodatkowanie dochodów wyłącznie na poziomie uczestników lub inne rozwiązanie zapewniające likwidację zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym bądź minimalizujące jego występowanie.

---

<sup>194</sup> Por., R.D. Campbell, C.F. Sirmans, *Policy implications...*, s. 389; Por., C. Arumi, J. Ivinson, *Europe Debates Real Estate Investment Trusts*, „International Tax Review” 2005, vol. 16, issue 3, s. 19.

Spośród rodzimych autorów, próbę określenia ogólnego modelu pozwalającego zakwalifikować dany podmiot jako przynależny do modelu REIT podejmuje A. A. Trzebiński wskazując na takie cechy jak<sup>195</sup>:

- 1) ulokowanie znacznej części aktywów na rynku nieruchomości (pośrednio lub bezpośrednio);
- 2) wypłacaniem akcjonariuszom rocznej dywidendy;
- 3) neutralność podatkową na poziomie podmiotu lub obniżoną stawkę podatku dochodowego od osób prawnych;
- 4) strukturę zbliżoną do funduszu zamkniętego, ze stałą liczbą uczestników i kapitałem;
- 5) osiąganie znacznej części przychodu z najmu, sprzedaży, leasingu nieruchomości oraz odsetek od instrumentów finansowych powiązanych z rynkiem nieruchomości;
- 6) posiadanie określonej liczbowo minimalnej liczby inwestorów;
- 7) funkcjonowanie jako spółka akcyjna notowana na giełdzie (nieobligatoryjnie).

Przytoczone wyliczenie nie uwzględnia zaproponowanego podziału na cechy o charakterze obligatoryjnym i fakultatywnym, jednak autor pośrednio dochodzi do podobnych wniosków wyróżniając podmioty typu REIT funkcjonujące w modelu europejskim (spełniają cechy określone w punktach 1–4 oraz funkcjonujące w modelu amerykańskim (spełniają cechy określone w punktach 1-7. Punktem wyjścia dla wskazanego podziału jest jednak próba wskazania istniejących różnic, a nie uchwycenie ogólnej istoty modelu REIT. A.A. Trzebiński zaznacza, że w przypadku funkcjonowania jako spółka akcyjna obowiązek dopuszczenia akcji do obrotu na rynku oficjalnych notowań, może występować jedynie dodatkowo. Jednak warunek dotyczący rozproszenia akcjonariatu, pomimo że często występuje w praktyce, istnieją porządki, w których regulacje te nie odnoszą się wyłącznie do podmiotów typu REIT, lecz są pochodną obowiązku notowania akcji na rynku regulowanym lub wynikają z przepisów dotyczących określonej formy prawnej<sup>196</sup>. Nie można zatem uznać tej cechy za immanentnie związaną z modelem REIT,

---

<sup>195</sup> A.A. Trzebiński, *Wpływ czynników...*, s. 227.

<sup>196</sup> Powszechnie funkcjonującym rozwiązaniem jest określenie poziomu akcji pozostających w wolnym obrocie (*free float*) zamiast bezpośredniego określania minimalnej liczby akcjonariuszy lub wprowadzenia ograniczeń dotyczących maksymalnego poziomu kapitału zakładowego będącego w posiadaniu pojedynczego akcjonariusza. Obowiązek posiadania określonego poziomu akcji w wolnym obrocie lub minimalnej liczby akcjonariuszy nie musi również wynikać z norm regulujących bezpośrednio działalność podmiotów typu REIT, lecz może być pochodną obowiązku dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym i wynikać z przepisów szczególnych. Przykładem może być Hiszpania, w której obowiązek posiadania przez SOCIMI (*Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversion en el Mercado*

gdyż wszystkie podmioty notowane na giełdzie lub działające w danej formie prawnej będą podlegały takim wymogom. Z uwagi na różnorodność występujących w praktyce form prawnych, sporne jest uznanie za cechę wyróżniającą struktury zbliżonej do funduszu zamkniętego, jednak problematyka ta będzie szerzej poruszona w dalszych częściach pracy<sup>197</sup>. Trzeba zaznaczyć, że w dotychczasowych rozważaniach mowa jest o zakwalifikowaniu danego podmiotu jako działającego w modelu REIT, wyłącznie w znaczeniu ogólnym. Należy odróżnić to od możliwości zakwalifikowania jako podmiot typu REIT w ramach konkretnej jurysdykcji, w której wymogi uzyskania tego statusu mogą wiązać się z koniecznością spełnienia szeregu dalszych warunków przewidzianych przez ustawodawcę, w tym również tych, które zgodnie z przedstawionym podziałem mają charakter cech fakultatywnych.

Wydaje się, że nie jest możliwe stworzenie enumeratywnego katalogu cech o charakterze fakultatywnym. Jak wcześniej zaznaczono, kształtując reżim prowadzenia działalności zgodny z modelem REIT, ustawodawca ma pełną swobodę we wprowadzaniu regulacji mających realizować założenia mogące dotyczyć w szczególności, zapewnienia kapitału odpowiadającego rodzajowi prowadzonej działalności, wspomnianego wyżej rozproszenia struktury własnościowej, aktywizacji inwestorów indywidualnych, czy ochrony przed nadmiernym zadłużaniem i niewypłacalnością. Wiele regulacji stosowanych jest w przepisach określających zasady działalności podmiotów typu REIT na tyle często, że można je uznać za tradycyjnie powiązane z modelem REIT. Cechami o charakterze fakultatywnym są między innymi:

- 1) ograniczenia dotyczące minimalnej liczby uczestników lub rozwiązania zapobiegające nadmiernej kumulacji kapitału w rękach pojedynczych uczestników;
- 2) dopuszczenie akcji do publicznego obrotu;
- 3) posiadanie kapitału zakładowego na określonym minimalnym poziomie;

---

*Inmobiliario*) minimum 100 akcjonariuszy oraz 25 % akcji w wolnym obrocie wynika z obowiązku dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym. Spośród państw europejskich szczególnych warunków co do rozproszenia akcjonariatu nie ma m.in. w Grecji; PwC, *Compare and contrast. Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) regimes*, 2021, ([bit.ly/4aazxuo](https://bit.ly/4aazxuo)), s. 62, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>197</sup> W ramach prawodawstwa niektórych państw (np. Holandii), podmioty typu REIT mogą podejmować działalność w formie otwartego funduszu inwestycyjnego, co wiąże się ze zmienną liczbą jednostek uczestnictwa.

- 4) ograniczenia w zakresie maksymalnego poziomu finansowania dłużnego poprzez zakaz zaciągania zobowiązań przekraczających określoną wartość posiadanych aktywów;
- 5) wymóg legitymowania się członków organów zarządzających odpowiednim doświadczeniem w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości.

Odnieść należy się również do istotnego aspektu dotyczącego podmiotów typu REIT, na który wskazują P. Eichholtz i N. Kok, a mianowicie funkcjonowania w określonych ramach prawnych i pod nadzorem władz<sup>198</sup>. Bezdyskusyjna jest konieczność podjęcia działań legislacyjnych mających zapewnić realizację postulatu jednokrotnego opodatkowania. Ponadto, zgodnie z postanowieniami Konstytucji RP możliwe jest to wyłącznie w drodze przepisów rangi ustawowej<sup>199</sup>. Właściwa ustawa wprowadzająca model REIT do systemu prawnego musi więc określać jaki podmiot i pod jakimi warunkami jest zwolniony we wskazanym zakresie z podatku. Konieczne staje się również stworzenie systemu weryfikacji realizowania warunków zwolnienia. Trudno jest zatem uznać funkcjonowanie w określonych ramach prawnych i pod nadzorem władz za cechę stanowiącą o istocie modelu REIT. Przyjęcie odpowiednich przepisów jest warunkiem koniecznym dla możliwości funkcjonowania podmiotów typu REIT w danym porządku prawnym, jednak samo z siebie nie przesądza o jego szczególnej pozycji rynkowej. O pozycji tej przesądza dopiero treść normatywna przyjętego aktu prawnego. Podobnie zapewnienie odpowiedniego systemu nadzoru jest wynikiem przyznania tej pozycji, a nie jej wyznacznikiem. Problematyka ustawowego uregulowania ram prawnych funkcjonowania podmiotów typu REIT oraz nadzoru nad ich działalnością pozostaje jednak nieodzownym elementem, który nie może być pomijany. Skupienie się wyłącznie na cechach odróżniających podmioty typu REIT od podmiotów gospodarczych działających, poza tym modelem, skutkowałoby powstaniem niepełnej analizy, bez której wyciągnięcie wniosków co do możliwości implementacji modelu REIT do polskiego systemu prawnego byłaby utrudniona. Jednym słowem poprawność analizy i wniosków wymaga skupienia się nie tylko na różnicach, ale również na podobieństwach do podmiotów już funkcjonujących, ich miejsca w systemie oraz normatywnych ram ich działania.

Podsumowując powyższe rozważania można skonstatować, że ogólna definicja podmiotów typu REIT stworzona na potrzeby dyscypliny nauk prawnych musi

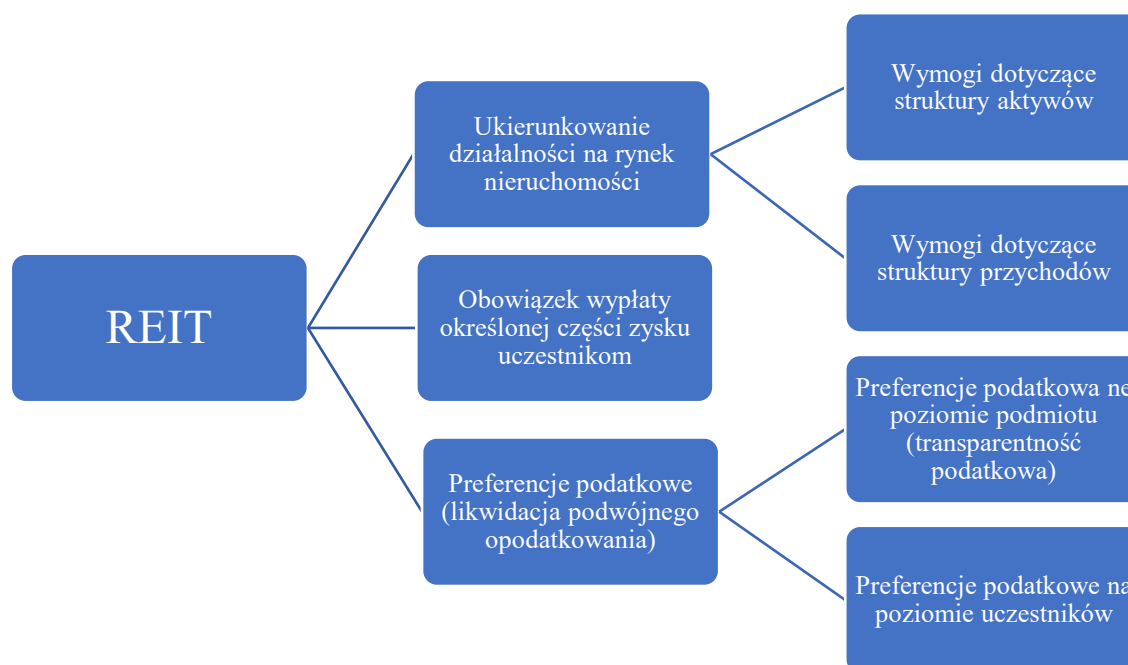
---

<sup>198</sup> P. Eichholtz, N. Kok, *The EU REIT...*, s. 49.

<sup>199</sup> Art. 217 Konstytucji RP.

charakteryzować się odpowiednim stopniem ogólności z jednoczesnym odniesieniem się do cech zaklasyfikowanych jako obligatoryjne. Dla celów opracowania należy zaproponować roboczą definicję, zgodnie z którą są to podmioty gospodarcze działające w określonej przepisami formie prawnej, których działalność opiera się na inwestowaniu środków zgromadzonych od uczestników na rynku nieruchomości, którym w związku z realizowaniem ustawowych wymogów dotyczących, w szczególności wypłaty określonej części wypracowanego zysku, utrzymania określonej struktury aktywów lub uzyskiwania przychodów z określonych źródeł, przysługują preferencje podatkowe polegające na likwidacji zjawiska podwójnego opodatkowania.

**Schemat 1.** Cechy charakteryzujące podmioty działające w modelu REIT.



**Źródło:** Opracowanie własne.

### 1.5. Podmioty typu real estate investment trust jako przedmiot badań z zakresu prawa publicznego

Uwagi dotyczące konieczności podjęcia działań ustawodawczych przez państwo w celu stworzenia prawnych ram funkcjonowania w obrocie gospodarczym podmiotów typu REIT implikuje pytanie, jakie miejsce w systemie prawa w perspektywie możliwej implementacji, zajmują normy regulujące prowadzenie działalności gospodarczej w tym modelu. Umocowana konstytucyjnie w polskim systemie, zasada wolności działalności

gospodarczej, której ograniczenia są dopuszczalne jedynie w drodze ustawowej i tylko z uwagi na ważny interes publiczny<sup>200</sup>, zakłada ogólną swobodę podejmowania różnorodnych przedmiotowo inicjatyw gospodarczych, w tym także skupiających się na szeroko rozumianym rynku nieruchomości. Nasuwa się więc pytanie o pozaprawne motywy tworzenia norm prawnych ukierunkowujących i promujących podejmowanie konkretnej działalności gospodarczej. Ingerencja ustawodawcza w gospodarkę nie ma bowiem w tym przypadku charakteru polegającego wyłącznie na ochronie dóbr istotnych dla całego społeczeństwa, które mogą być zagrożone przez prowadzenie działalności gospodarczej, jak np. bezpieczeństwo państwa, ochrona środowiska, ochrona konkurencji, ochrona stabilności systemu finansowego itp.<sup>201</sup> Ustawodawca wprowadzający przepisy umożliwiające prowadzenie działalności w modelu REIT, kieruje się jednak pozaprawnymi przesłankami mającymi uzasadniać stymulacyjny wpływ tych regulacji na poszczególne segmenty gospodarki<sup>202</sup>. Wyraz tego można zaobserwować analizując uzasadnienie projektu SRWN I oraz projektu FINN. Projektodawcy wprost wskazują, że celem proponowanych przepisów jest zwiększenie atrakcyjności podejmowania i prowadzenia działalności gospodarczej w sektorze rynku nieruchomości na wynajem, a także zwiększenie zaangażowania krajowego kapitału prywatnego na tym rynku<sup>203</sup>.

W przypadku implementowania modelu REIT szczególnie zarysowuje się problematyka wzajemnej relacji pomiędzy prawem i jego wpływem na gospodarkę. Prowadzenie działalności gospodarczej oraz gospodarka jako taka podlegają regulacji prawnej, z tym istotnym zastrzeżeniem, że gospodarka wolnorynkowa ze swoją zdolnością samoregulacyjną, ma charakter pierwotny w stosunku do regulacji prawnych, które normują procesy wymiany dóbr i usług<sup>204</sup>. Z uwagi na wskazany mechanizm samoregulacyjny, w gospodarce wolnorynkowej rola prawa w znacznej mierze skupia się na zapewnieniu odpowiednich warunków do funkcjonowania tych mechanizmów, regulując aspekty związane z ochroną własności, swobodą umów, wolnością gospodarczą, wolną i uczciwą

---

<sup>200</sup> Art. 20 i 22 Konstytucji RP.

<sup>201</sup> Ważny interes publiczny jest pojęciem niedookreślonym stanowiącym klauzulę generalną. Z orzecznictwa TK wynika, że w pojęciu tym mieszczą się z całą pewnością dobra określone w art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, jednak pojęcie to nie ogranicza się wyłącznie do wskazanych tam dóbr; Zob. szerzej: M. Szydło, [w:] *Konstytucja RP. Komentarz. Tom I*, red. M. Safjan, L. Bosek, Warszawa 2016, s. 626

<sup>202</sup> Por. uwagi przedstawione na s. 14.

<sup>203</sup> Uzasadnienie projektu SRWN I, s. 1.; Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 25 września 2018 r. o firmach inwestujących w najem nieruchomości, druk nr 2855, ([bit.ly/3LkK8bX](http://bit.ly/3LkK8bX)), (dostęp: 30.11.2025 r.), dalej jako: uzasadnienie projektu FINN.

<sup>204</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności gospodarczej w polskim administracyjnym prawie gospodarczym*, Wrocław 2009, s. 19.

konkurencją oraz równością stron stosunku zobowiązaniowego<sup>205</sup>. Dokonując dygresji i odwołując się do przedstawionych wcześniej doświadczeń amerykańskich należy zauważyć, że trusty inwestujące w nieruchomości, które zaczęły powstawać pod koniec XIX wieku i stanowiły pierwowzór dla późniejszej regulacji ustawowej, były wynikiem inicjatyw gospodarczych podejmowanych w ramach obowiązującego systemu prawa i w oparciu o powszechny w krajach anglosaskich stosunek powiernictwa. Dopiero później, w wyniku zmiany interpretacji przepisów podatkowych konieczna stała się ingerencja państwa, w celu zapewnienia właściwych warunków dla rozwoju inicjatyw korzystnych z punktu widzenia inwestorów oraz całego rynku. Prawo jawi się w tym przypadku nie tylko jako sposób zapewnienia uczestnikom obrotu warunków do nieskrępowanej wymiany dóbr i usług, ale również jako element sprawczy, motywujący do podejmowania działań pożądaných przez ustawodawcę. Państwo promuje konkretną formę zbiorowego inwestowania, rezygnując ze znacznych wpływów z danin publicznoprawnych, warunkując to jednak realizacją określonych celów polityki gospodarczej.

W przyjętym w nauce przedmiotu kanonie funkcji prawa w gospodarce wyróżnia się<sup>206</sup>:

- 1) funkcję sterującą,
- 2) funkcję organizującą,
- 3) funkcję rozdzielczą,
- 4) funkcję stabilizującą oraz
- 5) funkcję ochronną.

W odniesieniu do problematyki poruszanej w pracy, na pierwszy plan wysuwa się funkcja sterująca, związana z oddziaływaniem na podejmowanie określonej działalności gospodarczej, mającej realizować cele wyznaczone przez politykę gospodarczą państwa. Funkcja sterująca wiąże się więc ze stymulacją rozwoju gospodarczego w pożądaných przez państwo sferach, bądź też próbą ograniczenia niektórych inicjatyw, jeśli wymaga tego interes państwa lub obywateli<sup>207</sup>. Należy zauważyć, że granice pomiędzy funkcjami realizowanymi przez prawo nie są sztywno określone i występują między nimi zależności. Realizacja funkcji sterującej w zakresie stymulacji rozwoju gospodarczego będzie ściśle powiązana z funkcją organizującą, związaną z kształtowaniem właściwych ram

---

<sup>205</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 2007, s. 23.

<sup>206</sup> Por. *Ibidem*, s. 24-27, Por. M Bidziński, *Pojęcie, istota i zasady prawa gospodarczego*, [w:] *Prawo gospodarcze – zagadnienia wybrane*, red. M. Bidziński, D. Jagiełło, Legalis 2016; T. Długosz, [w:] *Publiczne prawo gospodarcze*, red. T. Długosz, K. Oplustil, Warszawa 2023, s. 29.

<sup>207</sup> Por. M Bidziński, *Pojęcie, istota i zasady...*, Legalis 2016.

prawnych dla prowadzenia działalności gospodarczej<sup>208</sup>. W pewnych przypadkach można nawet zaryzykować stwierdzenie, że funkcja organizująca będzie niejako podporządkowana funkcji sterującej. Podobne powiązanie funkcji sterującej występuje z funkcją ochronną w zakresie w jakim funkcja sterująca oddziałuje mając na celu ochronę interesu publicznego lub uczestników obrotu.

Trudne jest więc określenie, czy normy wprowadzające założenia modelu REIT w danym systemie prawnym można uznać w głównej mierze za wyraz realizacji funkcji sterującej czy też funkcji organizującej prawa. Ekspansja wypracowanej w Stanach Zjednoczonych Ameryki koncepcji w ramach prawodawstwa państw europejskich, była w głównej mierze wynikiem atrakcyjności przyjmowanych rozwiązań pod względem ekonomicznym. Chodziło w tym przypadku nie tylko o atrakcyjność dla poszczególnych inwestorów, ale również dla danego państwa, które w szerszej perspektywie miało korzystać z pobudzenia na rynku nieruchomości. Nie należy również pomijać przesłanek związanych z realiami polskimi, gdzie projekt SRWN I, projekt SRWN II oraz projekt FINN z założenia miały być elementem realizacji polityki państwa nakierowanej na zmniejszenie zapaści w sektorze nieruchomości mieszkalnych. Projekt FINN w zasadzie całkowicie ograniczał możliwą do podjęcia przez podmiot działalność gospodarczą do wynajmowania wcześniej nabytych lub wybudowanych nieruchomości mieszkalnych. Spełnienie tak postawionych założeń, wymaga z kolei podjęcia ingerencji w swobodnie funkcjonujący rynek poprzez rozwiązania ustawowe. Przepisy regulujące działalność podmiotów typu REIT oraz ich pozycję rynkową, mimo że kształtują możliwość podejmowania działalności gospodarczej w takiej formie nieograniczonej liczbie podmiotów, mają charakter na tyle szczegółowy i zawężony wyłącznie do jednego segmentu rynku, że trudno uznać je tylko za wyraz funkcji organizującej prawa. K. Strzyckowski opisuje funkcję organizującą jako „ograniczającą się do tworzenia ramowego porządku prawnego, gwarantującego prawa i wolności gospodarcze oraz funkcjonowanie samoregulacyjnych mechanizmów rynkowych”, wskazując jako instytucje istotne dla jej realizacji m.in. swobodę umów, własność, swobodę działalności gospodarczej<sup>209</sup>. Norm dotyczące funkcjonowania podmiotów typu REIT organizują z kolei jedynie niewielki wycinek gospodarczej rzeczywistości.

Istotniejsze z punktu widzenia pracy jest nie tyle rozstrzygnięcie o funkcji, która jest realizowana poprzez normy dotyczące działalności podmiotu typu REIT, lecz jakie

---

<sup>208</sup> K. Strzyckowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 25.

<sup>209</sup> *Ibidem*, s. 25.

miejsce owe normy zajmują w systemie prawa oraz z jakimi normami bezpośrednio oddziałują. Jak wcześniej zauważono, przepisy wyznaczające zasady prowadzenia działalności w modelu REIT odnoszą się do wielu aspektów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej. Przepisy wprowadzające model REIT do porządku prawnego stanowią więc klasyczny przykład ustawodawstwa gospodarczego, charakteryzującego się współlistnieniem, co do zasady w jednym akcie normatywnym, przepisów publicznego oraz prywatnego prawa gospodarczego<sup>210</sup>. Określenie formy prawnej, w której funkcjonuje podmiot typu REIT nie jest cechą determinującą (obligatoryjną), zgodnie z podziałem przedstawionym w poprzednim podrozdziale. Ustawodawca decydując się na uregulowanie zasad prowadzenia działalności w modelu REIT, korzysta z powszechnie występujących form prowadzenia działalności gospodarczej. W praktyce europejskiej jest to zazwyczaj wybrana spółka kapitałowa. Implikuje to konieczność operowania prywatnoprawną metodą regulacji, w przypadku wprowadzania odstępstwa od ogólnych zasad wynikających z przepisów prawa spółek handlowych, np. szczególne rozwiązania co do kształtowania struktury własnościowej, obowiązek wypłaty zysku czy posiadania odpowiedniego kapitału zakładowego. Z kolei preferencyjny status podatkowy, reglamentacja prowadzenia działalności, ograniczenia przedmiotu działalności gospodarczej, wymogi dotyczące oferty publicznej, ochrony inwestorów oraz problematyka nadzoru, to domena regulacji publicznoprawnej.

W sposób obrazowy uwidacznia to dwojaki charakter prawa gospodarczego, obejmującego obszar regulacji należący do klasycznej dziedziny prawa prywatnego i prawa publicznego<sup>211</sup>. Funkcjonowanie dwóch metod regulacji stanowi jedną z podstaw podziału na prywatne prawo gospodarcze oraz publiczne prawo gospodarcze. K. Strzyczkowski definiuje prywatne prawo gospodarcze jako całość zasad i norm prawnych, za pośrednictwem których państwo organizuje i kontroluje działalność gospodarczą, regulując stosunki gospodarcze między podmiotami prawa prywatnego na zasadzie równorzędności<sup>212</sup>. Kluczowe w tym przypadku są więc normy prawa cywilnego i prawa handlowego, określające wzajemne prawa i obowiązki uczestników obrotu gospodarczego, pozwalające na kształtowanie indywidualnych procesów gospodarczych oraz ich

---

<sup>210</sup> M. Zdyb, *Publiczne prawo gospodarcze*, Lublin 1995, s. 16.

<sup>211</sup> *Ibidem*, s. 31; Zaznaczyć należy, że w nauce przedmiotu występują również stanowiska negujące zasadność wyodrębnienia prawa gospodarczego jako odrębnego działu prawa; Zob. szerzej: C. Kosikowski, *Publiczne prawo gospodarcze Polski i Unii Europejskiej*, Warszawa 2007, s. 39; A. Bator, *Użycie normy prawnej w regulacji stosunków gospodarczych*, Wrocław 2010, s. 17 i nast.

<sup>212</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 37.

kontrolę z wykorzystaniem przysługującej ochrony praw podmiotowych<sup>213</sup>. Publiczne prawo gospodarcze jest z kolei wyrazem interwencjonizmu państwa w gospodarce<sup>214</sup>. Stanowi przejaw jego działania w sferze swobodnej działalności gospodarczej w celu moderowania i korygowania form aktywności społecznej, kształtowania ładu w gospodarce, stabilizacji rynku, ochrony konkurencji oraz zapobiegania zagrożeniom ładu gospodarczego i zjawiskom kryzysowym<sup>215</sup>. Może być określone jako całokształt norm prawnych regulujących proces oddziaływania państwa na gospodarkę z udziałem organów administracji publicznej, podmiotów prawa publicznego oraz podmiotów prywatnych<sup>216</sup>. C. Kosikowski jako przykładowy katalog obszarów regulowanych normatywnie przez publiczne prawo gospodarcze wskazuje<sup>217</sup>:

- 1) stosunki własnościowe, będące podstawą gospodarowania i przedmiotem ochrony ze strony państwa;
- 2) zasady gospodarowania, typowe dla danego układu stosunków własnościowych i podlegające ochronie ze strony państwa;
- 3) formy prawne organizowania i wykonywania działalności gospodarczej;
- 4) zakres i formy państwowej ochrony prawnej mechanizmów gospodarczych i praw ekonomicznych;
- 5) organizację i formy prawne ingerencji państwa w stosunki gospodarcze w skali makroekonomicznej i mikroekonomicznej.

Przedstawiony katalog nie jest katalogiem zamkniętym, a kwestia ingerencji państwa z wykorzystaniem publicznoprawnej metody regulacji pozostaje otwarta, z uwagi na ciągle zmieniające się otoczenie faktyczne wynikające z rozwoju gospodarki.

Przenosząc powyższe uwagi na grunt problematyki przepisów implementujących model REIT, należy zauważyć, że stopień ingerencji w funkcjonowanie tych podmiotów każdorazowo zależy od koncepcji przyjętej przez ustawodawcę. Znaczącymi czynnikami najczęściej są w tym przypadku ogólne podejście do koncepcji liberalizmu gospodarczego, poziom rozwoju rynku nieruchomości, poziom rozwoju innych form zborowego inwestowania, w tym inwestowania na rynku nieruchomości oraz zamożność danego społeczeństwa. Konglomerat wskazanych czynników wywiera lub powinien wywierać, bezpośredni wpływ na kształt końcowej regulacji prawnej. Porównanie szczegółowych

---

<sup>213</sup> *Ibidem*, s. 37; T. Długosz, [w:] *Publiczne prawo...*, s. 25.

<sup>214</sup> T. Długosz, [w:] *Publiczne prawo...*, s. 23.

<sup>215</sup> M. Zdyb, *Publiczne prawo...*, s. 223.

<sup>216</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 36.

<sup>217</sup> C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 45.

rozwiązań funkcjonujących w wybranych państwach Europy będzie przedmiotem zainteresowania dalszych rozdziałów.

Wstępnie należy wskazać, że zauważalne jest istnienie dwóch modeli szczególnych w ramach modelu ogólnego. Pierwszy z nich, bardziej liberalny, nawiązujący bezpośrednio do amerykańskiego pierwowzoru polega na oparciu regulacji wyznaczającej ramy funkcjonowania podmiotów typu REIT w głównej mierze na instytucjach prawa podatkowego, traktując podmioty działające w tym modelu wyłącznie jako specyficzną kategorię podatników. Podmioty typu REIT działające w tym modelu można porównać do funkcjonującej w oparciu o przepisy ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych podatkowej grupy kapitałowej<sup>218</sup>. Spełnianie szczególnych warunków uprawniających do określonych preferencji podatkowych, jest w tym przypadku podstawą do wyboru formy opodatkowania w zeznaniu podatkowym, a kontrola warunków zwolnienia należy do organów administracji skarbowej. Drugi model w większym stopniu interwencyjny, związany jest z traktowaniem REIT nie tylko jako szczególnej kategorii podatników, ale również jako istotnego uczestnika rynku finansowego<sup>219</sup>. Podejście to wynika z roli podmiotów typu REIT jako wehikułów umożliwiających zbiorowe inwestowanie na rynku nieruchomości. Gromadzenie znacznych środków finansowych od dużej liczby podmiotów w celach inwestowania na rynku, zawsze obciążone jest pewnym stopniem ryzyka. W celu minimalizacji możliwych ryzyk, ochrony zbiorowych interesów inwestorów oraz stabilności systemu finansowego, instytucje i rozwiązania charakterystyczne dla publicznego prawa gospodarczego wkroczyły w sferę regulacji dotyczącej podmiotów typu REIT. Obecnie w państwach europejskich, które zdecydowały się na wdrożenie tego modelu występują różne rozwiązania w zakresie form ograniczenia dostępu do możliwości prowadzenia działalności w tym reżimie, nadzoru nad nią ze strony organów administracji publicznej, obowiązku dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym czy ograniczenia finansowania dłużnego itp.

Wskazane wyżej okoliczności, w połączeniu z ustawowym zawężeniem przedmiotu działalności gospodarczej do rynku nieruchomości, świadczą o zasadności skupienia się na problematyce publicznoprawnej związanej z wprowadzeniem regulacji realizującej założenia modelu REIT. Zakres badań uzasadnia również kształt dotychczasowych

---

<sup>218</sup> Por. art. 1a u.p.d.o.p.

<sup>219</sup> Problematyka przynależności podmiotów typu REIT do grupy podmiotów działających na rynku finansowym, związana z brakiem definicji legalnej pojęcia „rynku finansowego” zostanie rozwinięta w dalszej części pracy.

krajowych inicjatyw ustawodawczych w postaci projektu SRWN I, projektu SRWN II oraz projektu FINN. Proponowane regulacje zakładały przyjęcie rozwiązań w przedstawionym wyżej modelu zakładającym szerszą ingerencję państwa w sferę prowadzenia tej działalności. Z perspektywy ewentualnej implementacji, szereg wątpliwości o charakterze systemowym pojawia się właśnie na płaszczyźnie norm publicznoprawnych.

Podmioty typu REIT stanowią interesujący przedmiot badań także z perspektywy prawa prywatnego, w szczególności prawa spółek handlowych. Zastosowanie korporacyjnych form organizacyjnych znacząco ułatwia podejmowanie wielkoskalowych przedsięwzięć na rynku nieruchomości. Umożliwia zgromadzenie odpowiedniego kapitału, powierzenie zarządzania podmiotom profesjonalnym, optymalizację kosztów agencyjnych oraz ograniczenie ryzyka wynikającego z inwestycji indywidualnych<sup>220</sup>. Właściwa forma prawna jest więc czynnikiem niezbędnym dla realizacji ich podstawowych założeń. Zakres ingerencji przepisów regulujących działalność podmiotów typu REIT w normy prawa spółek o charakterze ogólnym, nie jest jednak znaczący. Pod względem wewnętrznej organizacji, podmioty typu REIT funkcjonujące w formach korporacyjnych, odróżniają się od innych podobnych podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, wyłącznie szczególnymi rozwiązaniami dotyczącymi podziału zysku oraz rozproszenia struktury własnościowej. Są to zagadnienia interesujące z perspektywy teorii prawa spółek, jednak w celu zachowania wewnętrznej spójności pracy, dalsza analiza będzie zawężyła się do aspektów związanych z ich rolą jako ustawowego warunku związanego z możliwością prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT.

## 1.6. Uwagi końcowe

Podmioty działające w modelu REIT bez wątpienia na stałe wpisały się w krajo-  
braz światowych rynków nieruchomości. Przedstawienie historycznego procesu rozwoju REIT w Stanach Zjednoczonych Ameryki, z uwzględnieniem korzeni sięgających stosunku powiernictwa, w sposób niezwykle obrazowy ukazuje, jak wielkie znaczenie dla rozwoju nowych form inwestycyjnych oraz nowych form prowadzenia działalności gospodarczej ma prawidłowe uwzględnianie przez ustawodawcę zastanego stanu faktycznego. Powstanie amerykańskich REIT, a następnie ich rozkwit i ugruntowanie pozycji

---

<sup>220</sup> Zob. J. Jerzmanowski, J. Napierała, T. Sójka, [w:] *Prawo spółek handlowych*, red. A. Koch, J. Napierała, Warszawa 2017, s. 29 i nast.

rynkowej, pomimo zachodzących na przestrzeni lat cykli koniunkturalnych, było możliwe dzięki właściwemu zrozumieniu realiów rynku nieruchomości i wsłuchiowaniu się w jego potrzeby.

Sukces rozwiązań amerykańskich doprowadził do ich przejęcia przez liczne porządki prawne. Obecnie pod akronimem REIT nie kryje się wyłącznie instytucja amerykańskiego prawa podatkowego, ale ogólny model prowadzenia działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości. Model ten jest wyznaczany przez zestaw cechy odnoszących się do zakresu działalności, szczególnych uprawnień akcjonariuszy oraz preferencyjnych zasad opodatkowania. Implementacja amerykańskiej koncepcji do innych porządków prawnych nierozzerwalnie związana jest z koniecznością dostosowania norm określających ramy prawne działania podmiotów typu REIT do zastanych realiów rynkowych oraz tradycji prawnej. Wyróżnione w rozdziale cechy obligatoryjne, z jednej strony umożliwiają zakwalifikowanie podmiotu jako działającego w modelu REIT, a z drugiej, ukazują różnice istniejące w ramach konkretnych regulacji na poziomie rozwiązań szczegółowych, co omówiono szerzej w kolejnych częściach pracy. Opisane cechy o charakterze obligatoryjnym pełnią swoistą funkcję wyznaczenia granic badanej problematyki. Poprzez zastosowanie testu ich realizacji możliwe jest włączenie bądź wykluczenie danego podmiotu z katalogu podmiotów działających w modelu REIT.

Cechy o charakterze fakultatywnym nie decydują o przynależności podmiotu do modelu REIT, jednak realizują dodatkowe funkcje, które zdaniem danego ustawodawcy są pożądane w przypadku prowadzenia działalności inwestycyjnej. Stąd też występujące najczęściej szczególne wymogi kapitałowe, ograniczenia finansowania dłużnego, konieczność prowadzenia działalności w formie spółki publicznej itp. Analiza cech fakultatywnych obowiązujących w danym ustawodawstwie pozwala ocenić, czy projektując ramy prowadzenia działalności realizującej założenia modelu REIT prawodawca wzorował się na innych, już funkcjonujących w obrocie podmiotach. W dalszej części pracy spostrzeżenia oparte na tym założeniu będą szczególnie przydatne przy ocenie krajowych projektów ustaw zakładających implementację modelu REIT.

## **Rozdział II. Dostęp do prowadzenia działalności w modelu real estate investment trust oraz nadzór nad jej wykonywaniem**

### **2.1. Uwagi wstępne**

Rozdział drugi oscyluje wokół problematyki dostępu do prowadzenia działalności w modelu REIT, a także nadzoru nad jej wykonywaniem. W jego ramach poruszono również zagadnienia związane z utratą przez podmioty gospodarcze prawa do funkcjonowania w tym reżimie działalności. Kluczowym elementem analizy dotyczącej rozpoczęcia działalności w tym modelu, jest dostęp do szczególnego statusu prawnego, umożliwiającego skorzystanie z preferencyjnych rozwiązań podatkowych. Dostęp do przewidzianych prawem zwolnień podatkowych jest obwarowany koniecznością spełniania przez podmiot starający się o ich uzyskanie licznych warunków, odnoszących się nie tylko do zakresu prowadzonej działalności inwestycyjnej, ale również dotyczących promowanej przez ustawodawcę struktury wewnętrznej. Układ, w którym przyznanie preferencji podatkowych jest uzależnione od realizacji niekiedy bardzo rozbudowanego katalogu wymogów, naturalnie wymusza określenie zasad dotyczących weryfikacji możliwości podjęcia działalności w modelu REIT oraz nadzoru nad jej wykonywaniem.

Uwagi poczynione w pierwszej części rozdziału skupiają się na podstawowych wymogach związanych z funkcjonowaniem podmiotów typu REIT. Chodzi w tym przypadku o dopuszczalne formy prawne prowadzenia tej działalności występujące w państwach europejskich oraz proponowane w tym zakresie rozwiązania krajowe. Dodatkowo omówiono problematykę dotyczącą wymogów kapitałowych, które muszą spełniać podmioty starające się o możliwość prowadzenia działalności w modelu REIT. Charakter działalności inwestycyjnej prowadzonej na rynku nieruchomości w wielu przypadkach stanowi uzasadnienie dla wprowadzenia szczególnych rozwiązań dotyczących minimalnego kapitału zakładowego.

Przedstawienie podstawowych zagadnień związanych z funkcjonowaniem podmiotów typu REIT, umożliwi przejście do dalszej części analizy skupionej na zasadach uzyskania dostępu do szczególnego reżimu prawnego prowadzenia działalności gospodarczej. W pierwszej kolejności omówiono regulacje funkcjonujące w krajach Europy, które zdecydowały się na implementację modelu REIT. Podjęto również próbę klasyfikacji istniejących rozwiązań, w celu stwierdzenia czy w przypadku sposobów wyznaczania

dostępu do wykonywania działalności w modelu REIT można wyróżnić jeden rozpo-  
wszechniony model ogólny czy też kilka konkurujących ze sobą modeli. Po wstępie teo-  
retycznym, odnoszącym się do ogólnych zagadnień funkcjonowania administracji gospo-  
darczej w Polsce oraz występujących formach reglamentacji prowadzenia działalności  
gospodarczej, przedstawiono krajowe projekty ustawodawcze zakładające implementację  
do krajowego porządku prawnego modelu REIT. Pozwoliło to na dokonanie oceny pro-  
ponowanych rozwiązań dotyczących uzyskania dostępu do prowadzenia działalności  
w tym modelu oraz próby ich umiejscowienia w ramach obowiązujących form reglamen-  
tacji gospodarczej. Przeprowadzona analiza będzie również przyczynkiem do prawnopo-  
równawczego zestawienia propozycji krajowych z opisanymi modelami funkcjonującymi  
w krajach europejskich.

Poruszoną w rozdziale problematykę zwieńczono uwagami dotyczącym sprawo-  
wania nadzoru nad działalnością wykonywaną przez podmioty typu REIT. Zagadnienie  
to jest immanentnie związane z możliwością utraty dostępu do prowadzenia działalności  
w tym modelu, w wyniku stwierdzenia nieprawidłowości skutkujących zaprzestaniem re-  
alizowania szczególnych wymogów ustawowych. Poza ogólnymi zasadami sprawowania  
nadzoru nad podmiotami gospodarczymi, krajowymi propozycjami ustawodawczymi  
w zakresie nadzoru nad podmiotami typu REIT oraz rozwiązaniami obowiązującymi  
w zagranicznym prawodawstwie, w podrozdziale poruszono temat wyboru organu wła-  
ściwego w sprawach reglamentacji dostępu i nadzoru nad działalnością prowadzoną  
w modelu REIT. Powyższe stało się impulsem do omówienia problemu, sprowadzającego  
się do trudności w jednoznacznym włączeniu podmiotów typu REIT do katalogu pod-  
miotów działających na rynku finansowym.

## **2.2. Podstawowe wymogi prawno-organizacyjne**

Uwagi dotyczące form prawnych i podstawowych wymogów organizacyjnych  
działania podmiotów typu REIT wymagają wyłączenia przed nawias i oddzielnej analizy.  
Kwestie dopuszczalnych form prawnych oraz minimalnych wymogów kapitałowych,  
zgodnie z przedstawionym w poprzednim rozdziale wykazem cech obligatoryjnych, nie  
przesądzają o przynależności podmiotu do modelu REIT, jednak przyjęcie przez ustawo-  
dawcę konkretnej koncepcji w tym zakresie jest kwestią istotną. Wybór formy prawnej  
oraz określenie minimalnych wymogów kapitałowych implikuje bowiem szereg

następstw, które uwidaczniają się w szczegółach regulacji. Pozwala to również na porównanie wymogów stawianych podmiotom typu REIT, z wymogami dotyczącymi innych podmiotów gospodarczych, w szczególności podmiotów rynku finansowego oraz podmiotów inwestujących na rynku nieruchomości. Jasno obrazuje także wpływ czynników, takich jak tradycja prawna, poziom rozwoju rynku oraz poziom rozwoju innych instytucji zbiorowego inwestowania, na implementację rozwiązań zaczerpniętych z modelu ogólnego do danego porządku prawnego<sup>221</sup>.

### **2.2.1. Formy prawne funkcjonowania podmiotów typu real estate investment trust**

Przedstawiony w rozdziale pierwszym proces rozwoju REIT w Stanach Zjednoczonych Ameryki, świadczy o głębokim historycznym zakorzenieniu tego modelu działalności w instytucji powiernictwa. Dopiero w 1976 r. wprowadzono nowelizację umożliwiającą tworzenie REIT w formie spółki posiadającej odrębną osobowość prawną<sup>222</sup>. Od tego momentu rozpoczął się proces odchodzenia od tradycyjnych stosunków powierniczych, na rzecz lepiej przystosowanych do podejmowania zbiorowych przedsięwzięć spółek kapitałowych. Przejęcie rozwiązań amerykańskich do porządków prawnych opartych w większości na kontynentalnej tradycji prawa cywilnego, wymagało zastosowania rozpowszechnionych form prowadzenia podobnej działalności<sup>223</sup>. W związku z powyższym pod koniec XX i na początku XXI wieku, kiedy nastąpiło znaczące przyspieszenie implementacji modelu REIT w Europie, naturalnym krokiem było posłużenie się rozpowszechnioną i osadzoną w praktyce formą spółki akcyjnej.

Patrząc z perspektywy historycznej spółka akcyjna wykształciła się jako forma przystosowana do prowadzenia działalności obciążonej dużym ryzykiem oraz wymagającej znacznych nakładów kapitałowych<sup>224</sup>. Konstrukcja prawna spółki akcyjnej umożliwia zgromadzenie od praktycznie nieograniczonej liczby akcjonariuszy niezbędnego kapitału, przy jednoczesnym ograniczeniu ich możliwości do bezpośredniego zarządzania bieżącą działalnością operacyjną. Niweluje to konieczności ponoszenia ryzyka

---

<sup>221</sup> D. Jagodić, G. Dobrojević, S. Suljić, *REIT Regimes in EU Countries – Institutional Environment versus Attractiveness of Real Estate Investment Vehicles*, 3rd International scientific conference „Knowledge and business challenge of globalisation in 2011”, Rijeka 2011, ([bit.ly/3LpUK9q](http://bit.ly/3LpUK9q)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>222</sup> J.S. Halpern, *Real Estate...*, s. 332; Zob. uwagi przedstawione na s. 49

<sup>223</sup> Zob. R. Papież, *Real Estate...*, s. 96 i nast.

<sup>224</sup> Zob. J. Napierała, T. Sójka, [w:] *Prawo spółek...*, s. 420 i nast.

ekonomicznego przez jeden podmiot, a w przypadku szczególnie kosztownego celu gospodarczego jest niekiedy jedyną możliwością pozyskania odpowiednich środków do jego realizacji<sup>225</sup>. Określone ustawowo wymogi dotyczące minimalnego poziomu kapitału zakładowego, wewnętrznej struktury organizacyjnej, zasad zarządzania i nadzoru, predestynują spółkę akcyjną jako właściwą formę do podejmowania poważnych przedsięwzięć, znacznie ułatwiającą tworzenie dużych przedsiębiorstw oraz koncentrację kapitału, tak jak ma to miejsce na przykład w działalności bankowej<sup>226</sup>.

W związku z powyższym nie dziwi stosowanie spółki akcyjnej jako podstawowej formy prowadzenia działalności na rynku finansowym, co jest rozwiązaniem funkcjonującym zarówno w Polsce jak i w innych państwach<sup>227</sup>. Zrozumiałym jest zatem przyjęcie konstrukcji prawnej spółki dla funkcjonowania takich instytucji jak banki (poza bankami państwowymi oraz spółdzielczymi), towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa emerytalne, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji (poza zakładami ubezpieczeń i zakładami reasekuracji działającymi w formie spółki europejskiej oraz zakładami ubezpieczeń wzajemnych i zakładami reasekuracji wzajemnej), Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz spółki prowadzące rynek regulowany<sup>228</sup>.

Nie ulega wątpliwości, że charakter działalności prowadzonej przez podmioty wskazane w poprzednim akapicie różni się od działalności prowadzonej przez podmioty typu REIT, która ukierunkowana jest na inwestowanie na rynku nieruchomości lub w instrumenty finansowe z tym rynkiem powiązane. Działalność ta wymaga jednak dużych nakładów kapitałowych, których zgromadzenie umożliwia oferta publiczna akcji skierowana do wielu inwestorów. Forma prawna spółki akcyjnej dla prowadzenia działalności w ramach modelu REIT jest więc najbardziej rozpowszechniona w państwach europejskich, co obrazuje poniższa tabela.

---

<sup>225</sup> S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom II*, Warszawa 1996, s. 13; W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Kraków 2004, s. 468 – 469.

<sup>226</sup> G. Sikorski, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 68-69.

<sup>227</sup> W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 470.

<sup>228</sup> Por. art. 12 u.p.b.; Por. art. 6 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1526); Por. art. 21 ust. 1 oraz art. 46 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.).

**Tabela nr 1.** Rok przyjęcia ustawodawstwa oraz dopuszczalna forma prawna prowadzenia działalności przez podmiot typu REIT.

Państwo	Rok wprowadzenia	Nazwa	Forma prawna
Holandia	1969	<i>fiscale beleggingsinstelling</i> (FBI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna,</li> <li>• spółka z o.o.,</li> <li>• otwarty fundusz inwestycyjny</li> </ul>
Belgia	1995	<i>société immobilière réglementée publiques</i> (SIRP) / <i>gereguleerde vastgoedvennootschap</i> (GVV)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna<sup>229</sup></li> </ul>
Grecja	1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕ-ΑΠ), ang. <i>real estate investment companies</i> (REIC)</li> <li>• το αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας, ang. <i>real estate mutual funds</i> (REMF)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> <li>• fundusz inwestycyjny</li> </ul>
Francja	2003	<i>sociétés d'investissements immobiliers cotées</i> (SIIC)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> <li>• spółka komandytowo-akcyjna</li> </ul>
Bułgaria	2003	<i>special purpose investment companies</i> (SPIC)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>
Niemcy	2007	<i>immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen</i> (REIT-AG)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>
Włochy	2007	<i>società d'investimento immobiliare quotata</i> (SIIQ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>
Wielka Brytania	2007	<i>real estate investment trust</i> (UK-REIT)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>
Luksemburg	2007	<i>specialised investment fund</i> (SIF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• niekorporacyjne fundusze wspólne (FCP),</li> <li>• spółka inwestycyjna o kapitale zmiennym (SICAV),</li> <li>• spółka inwestycyjna o kapitale stałym (SICAF)</li> </ul>
Litwa	2008	<i>kolektyvinio investavimo subjektu</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• fundusz inwestycyjny,</li> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>
Hiszpania	2009	<i>sociudades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario</i> (SOCIMI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>
Finlandia	2010	<i>real estate investment trust</i> (FIN-REIT)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• spółka akcyjna</li> </ul>

<sup>229</sup> Do 1 stycznia 2024 r. dozwoloną formą funkcjonowania SIRP w Belgii była również spółka komandytowo-akcyjna. Zgodnie z przeprowadzoną nowelizacją wszystkie funkcjonujące dotychczas w tej formie SIRP musiały zostać przekształcone w spółkę akcyjną. W przypadku braku przeprowadzenia procedury przekształceniowej z nadejściem 1 stycznia 2024 r. przekształcenie w spółkę akcyjną następowało z mocy prawa.

Węgry	2011	<i>szabályozott ingatlanbefektetési társaságok (SZIT)</i>	• spółka akcyjna
Irlandia	2013	<i>real estate investment trust (IR-REIT)</i>	• spółka akcyjna
Portugalia	2019	<i>sociiedades de investimento e gestão imobiliária (SIGI)</i>	• spółka akcyjna

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Spośród piętnastu wskazanych wyżej państw, aż w dziesięciu jedyną możliwą formą prowadzenia działalności w modelu REIT jest spółka akcyjna. Istnieją jednak państwa, w których katalog dopuszczalnych form prawnych funkcjonowania podmiotów typu REIT jest szerszy. Jednym z przykładów jest Holandia, która jako pierwszy kraj europejski oraz pierwszy kraj na świecie implementowała rozwiązania amerykańskie dotyczące zbiorowego inwestowania w aktywa przynoszące pasywny dochód uczestnikom, umożliwiające wyeliminowanie zjawiska podwójnego opodatkowania. Holenderskie *fiscale beleggingsinstelling* (FBI) zostały wprowadzone na mocy tamtejszej ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych z 1969 r. (*Wet op de vennootschapsbelasting 1969*) zakładającej możliwość uzyskania określonych korzyści podatkowych przez podmioty zorganizowane w formie spółki akcyjnej (*naamloze vennootschappen*), spółki z ograniczoną odpowiedzialności (*besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid*) funduszu inwestycyjnego otwartego (*fondsen voor gemene rekening*) oraz porównywalnego podmiotu zagranicznego pochodzącego z państwa członkowskie UE lub państwa w stosunku do którego ma zastosowanie umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania<sup>230</sup>.

Odmiennością w tym zakresie charakteryzuje się również regulacja grecka. Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami poza standardową formą spółki akcyjnej (REIC), działalność w modelu REIT mogą prowadzić tam fundusze wspólnego inwestowania w nieruchomości (REMF), zbliżone konstrukcyjnie do otwartych funduszy inwestycyjnych z tą różnicą, że stanowią one wyodrębnioną grupę aktywów nieposiadających osobowości prawnej, która jest zarządzana jest przez specjalnie powołaną do tego celu spółkę<sup>231</sup>. Poszerzony zakres dopuszczalnych form znaleźć można również w ustawodawstwie

<sup>230</sup> Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z 1969 r., Rozdział VII. Przepisy uzupełniające, artykuł 28, (*Wet op de vennootschapsbelasting 1969, Hoofdstuk VII. Aanvullende regelingen, artikel 28*), (<https://wetten.overheid.nl/BWBR0002672/2024-01-01>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>231</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., nr 295/30/12/1999, fundusze wspólnego inwestowania na rynku nieruchomości – spółki inwestycyjne działające na rynku nieruchomości i inne przepisy, (ΝΟΜΣ ΥΠ’ΑΡΙΘ.2778 ΦΕΚ Α’295/30.12.1999 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας-Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις), ([bit.ly/47sF10z](http://bit.ly/47sF10z)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

francuskim, które przewiduje, że spółkami inwestującymi na rynku nieruchomości (*sociétés d'investissements immobiliers cotées*, SIIC) mogą być spółki, których akcje notowane są na rynku regulowanym<sup>232</sup>. Poza francuską spółką akcyjną (*société anonyme*) możliwość wprowadzenia swoich akcji do obrotu na rynku regulowanym, posiada także spółka komandytowo-akcyjna (*société en commandite par actions*). Pomimo dużej popularności wykorzystywania do prowadzenia działalności gospodarczej we Francji spółki akcyjnej uproszczonej (*société par actions simplifiée*) nie jest ona dozwolona jako forma działalności SIIC, właśnie z uwagi na wyłączenie możliwości obrotu jej akcjami na rynku regulowanym<sup>233</sup>. Forma ta może natomiast znaleźć zastosowanie dla utworzenia spółki zależnej SIIC, utworzonej przez spółkę dominującą SIIC, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań.

Dodatkowego omówienia w ramach rozważań dotyczących dopuszczalnych form prawnych funkcjonowania podmiotów typu REIT wymaga regulacja dotycząca *specialised investment fund* (SIF), działających w Wielkim Księstwie Luksemburga. SIF zostały stworzone w celu umożliwienia przedsiębiorstwom zbiorowego inwestowania (*undertakings for collective investment* – UCI) lokowania środków w dowolny rodzaj aktywów przy użyciu tradycyjnych, jak i alternatywnych strategii inwestycyjnych. Wprowadzona w 2007 r. regulacja wyznaczająca ramy działalności SIF została odpowiednio znowelizowany w celu realizacji założeń dyrektywy 2011/61/UE<sup>234</sup> i umożliwiła funkcjonowanie SIF jako alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI)<sup>235</sup>. Zakres dopuszczalnych form prawnych funkcjonowania SIF jest szeroki i obejmuje niekorporacyjne fundusze wspólne (*fonds commun de placement* – FCP) zarządzane przez wyspecjalizowane instytucje na podstawie umowy z inwestorami, spółki prawa handlowego o zmiennym kapitale (*société d'investissement à capital variable* – SICAV), których akcje są emitowane i umarzane na każde żądanie akcjonariusza według wartości likwidacyjnej oraz spółki prawa handlowego o stałym kapitale (*société d'investissement à capital fixe* – SICAF) w których przeciętna lub nominalna wartość emitowanych akcji nie ulega zmianie<sup>236</sup>.

<sup>232</sup> Francuski kodeks podatkowy, artykuł 208C, (Code général des impôts, article 208C), ([https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article\\_lc/LEGIARTI000042908528](https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000042908528)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>233</sup> Société par actions simplifiée (SAS): ce qu'il faut savoir, (<https://entreprendre.service-public.fr/vosdroits/F37366>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>234</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektywy 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, (Dz. U. UE. L. z 2011 r. nr 174, s. 1, z późn. zm.).

<sup>235</sup> K. Navega dos Santos, *Investment funds in Luxembourg*, Coimbra 2019, s. 27-28.

<sup>236</sup> Zob. szerzej T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2007, nr 209, s. 149 – 152.

Zgodnie z informacjami zaprezentowanymi w Tabeli nr 1., także litewskie *kolektyvinio investavimo subjektu* (przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania), mogą działać w formie funduszu inwestycyjnego. Zasady ich funkcjonowania wynikają z przepisów dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania i są różne w zależności od doświadczenia inwestorów oraz jego zaangażowanego kapitału (inwestorzy nieprofesjonalni, świadomi inwestorzy i inwestorzy profesjonalni)<sup>237</sup>.

Należy jednak zaznaczyć, że pomimo uwzględniania luksemburskich SIF oraz litewskich *kolektyvinio investavimo subjektu* w opracowaniach branżowych dotyczących podmiotów typu REIT, możliwość ich zakwalifikowania jako funkcjonujących w tym modelu działalności jest wątpliwa. Przyczyną tego są zastrzeżenia w zakresie realizacji cech obligatoryjnych charakteryzujących model REIT, związanych przede wszystkim z ustawowym ukierunkowaniem przedmiotu działalności na rynek nieruchomości oraz obowiązkową dystrybucją zysku. Problematyka ta została pogłębiona w dalszych częściach pracy, jednak w tym miejscu należy wskazać, że z uwagi na brak realizowania wspomnianych założeń modelu REIT, SIF oraz *kolektyvinio investavimo subjektu* powinny być określane jako REIT-like. Z tego powodu analiza regulacji dotyczących ich działalności zostanie ograniczona w pracy do omówienia wspomnianych wątpliwości przesądzających o braku przynależności do modelu REIT.

W przypadku zaprezentowanych dotychczas krajowych projektów ustaw, zakładających wprowadzenie do polskiego porządku prawnego norm regulujących funkcjonowanie podmiotów działających w modelu REIT, można zaobserwować konsekwentne przywiązanie do formy spółki akcyjnej. W projekcie SRWN II, w art. 2 ust. 1 spółkę rynku wynajmu nieruchomości określono jako spółkę akcyjną mającą siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, której akcje zostały na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań w rozumieniu art. 16 ust. 2 u.o.i.f. oraz której podstawowym celem jest regularna wypłata dywidendy dla akcjonariuszy z zysku, którego źródłem są przychody z najmu nieruchomości. Spośród warunków odnoszących się bezpośrednio do spółki oraz zasad jej organizacji odbiegających od ogólnych norm wyznaczanych przez Kodeks spółek handlowych<sup>238</sup> należy wskazać obowiązek utworzenia spółki na czas nieoznaczony, posiadania kapitału zakładowego na poziomie nie niższym niż 50 mln zł oraz wskazanie, że wszystkie akcje spółki są akcjami

---

<sup>237</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT ...*, s. 114 i nast.

<sup>238</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 18 z późn. zm.).

na okaziciela<sup>239</sup>. W projekcie SRWN I, zmienionym w wyniku przeprowadzonych konsultacji, spółkę rynku wynajmu nieruchomości definiowano jako spółkę publiczną w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, mająca siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, która łącznie spełnia wskazane w dalszych jednostkach redakcyjnych warunki. Spośród warunków odnoszących się do organizacji spółki określonych w pierwotnej wersji projektu należy wskazać, obowiązek posiadania kapitału zakładowego na poziomie nie niższym niż 60 mln zł, utworzenia spółki na czas nieoznaczony oraz dopuszczenia jej akcji do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej<sup>240</sup>.

Powodem wprowadzenia zmiany i wskazania wprost w definicji, że wyłączną formą prawną dla SRWN jest spółka akcyjna, były przepisy ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>241</sup>. Zgodnie z zawartą w ustawie definicja legalną przez spółkę publiczną rozumie się spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej<sup>242</sup>. Pomimo że z innych proponowanych przepisów można było wywnioskować, iż intencją projektodawcy było posłużenie się formą spółki akcyjnej, projektowany przepis w pierwotnym kształcie obejmowałby swoim zakresem podmiotowym również spółki komandytowo-akcyjne<sup>243</sup>.

Forma prawna spółki akcyjnej została utrzymana również w projekcie FINN z 2018 r. Zgodnie z przedstawionym projektem firmą inwestującą w najem nieruchomości, w rozumieniu ustawy, była spółka akcyjna, której przedmiotem przeważającej działalności był najem nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, w tym za pośrednictwem spółek zależnych, oraz która łącznie spełniać musiała osiem warunków<sup>244</sup>:

---

<sup>239</sup> Art. 3 ust. 1 pkt 2 – 4 projektu SRWN II.

<sup>240</sup> Art. 2 ust. 1 pkt 1 – 3 projektu SRWN I.

<sup>241</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 592).

<sup>242</sup> Zob. art. 4 pkt 20 u.o.p.s.p.

<sup>243</sup> Zestawienie uwag zgłoszonych w ramach uzgodnień, konsultacji publicznych i opiniowania projektu ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości (UD102), Rządowe Centrum Legislacji 2018, ([bit.ly/48WoMK0](https://bit.ly/48WoMK0)), s. 3, (dostęp: 30.11.2025 r.), dalej jako: zestawienie uwag do projektu SRWN I.

<sup>244</sup> Art. 3 projektu FINN.

- 1) posiadać siedzibę i zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
- 2) akcje spółki zostały dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań;
- 3) została utworzona na czas nieoznaczony;
- 4) kapitał zakładowy spółki wynosił co najmniej 50 mln zł;
- 5) wszystkie akcje spółki były na okaziciela;
- 6) spółka nie emitowała akcji uprzywilejowanych;
- 7) statut spółki określał zasady strategii gospodarczej tej spółki oraz spółek zależnych, w szczególności rodzaj nieruchomości, których najem będzie przedmiotem działalności tych spółek, oraz kryteria doboru takich nieruchomości;
- 8) została wpisana do rejestru firm inwestujących w najem nieruchomości.

Bez zagłębiania się w poszczególne elementy przedstawionych definicji, które zostaną omówione szerzej w dalszych częściach pracy, należy zauważyć, że żaden z przedstawionych projektów nie zakładał poszerzenia katalogu dopuszczalnych form prawnych prowadzenia działalności o formy inne niż spółka akcyjna. Niemniej w trakcie prac nad projektem FINN, pojawiły się głosy postulujące ukształtowanie regulacji w sposób umożliwiający uzyskanie statusu FINN przez FIZ<sup>245</sup>. Normy prawne dotyczące tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych zakładają, w szczególności<sup>246</sup>:

- 1) obowiązek uzyskania zezwolenia na utworzenie funduszu;
- 2) podlegania bieżącemu nadzorowi jako instytucja finansowa;
- 3) rozdzielenie funkcji zarządzania funduszem i przechowywania jego aktywów poprzez zawarcie umowy z depozytariuszem;
- 4) szczególne wymogi kapitałowe oraz wymogi organizacyjne;
- 5) funkcjonowanie w oparciu o zasadę podwójnej osobowości prawnej.

Analiza zasad działania FIZ prowadzi do wniosku, że ta forma prawna daje inwestorom znacznie więcej gwarancji prawidłowego działania oraz ochrony ich interesów niż publiczna spółka akcyjna (biorąc pod uwagę ramy prawne funkcjonowania FINN zaproponowane w projekcie). Włączenie do katalogu dopuszczalnych form prowadzenia działalności w modelu REIT funduszy inwestycyjnych zamkniętych byłoby rozwiązaniem racjonalnym biorąc pod uwagę określony w przepisie art. 147 ust. 1 u.f.i. dopuszczalny zakres lokat FIZ, obejmujący własność lub współwłasność nieruchomości grunтовых w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, a także użytkowanie wieczyste. Przychylenie się do

---

<sup>245</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 13.

<sup>246</sup> M. Zdyb, *Wspólnotowe i polskie publiczne prawo gospodarcze. Tom II*, Warszawa 2008, s. 223 i nast.

postulatu poszerzenia katalogu form prawnych o FIZ mogłoby istotnie przyczynić się do usprawnienia implementacji modelu REIT i późniejszego zastosowania wprowadzonych rozwiązań w praktyce. Fundusze inwestycyjne zamknięte i zarządzające nimi TFI legitymują się bowiem odpowiednim doświadczeniem oraz praktyką rynkową w zakresie inwestycji na rynku nieruchomości<sup>247</sup>.

Powodów przywiązania projektodawcy do spółki akcyjnej jako najwłaściwszej formy prowadzenia działalności przez podmioty typu REIT, należy szukać w ogólnych założeniach projektu. Jednym z wprost artykułowanych celów była chęć zwiększenia zaangażowania inwestorów indywidualnych (detalicznych) niedysponujących kapitałem pozwalającym na bezpośrednie inwestowanie lub z innych przyczyn niezainteresowanych inwestycjami bezpośrednimi<sup>248</sup>. W ocenie projektodawcy spółka akcyjna, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań jest najprzystępniejszą formą pozwalającą dotrzeć do jak najszerzej grupy inwestorów, w tym w szczególności do inwestorów będących osobami fizycznymi. Przedstawiona argumentacja nie jest jednak całkowicie trafna zważywszy na fakt, że przepis art. 117 ust. 2 u.f.i. stanowi, iż certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu, jeżeli statut funduszu inwestycyjnego tak stanowi. Certyfikaty inwestycyjne są zaliczane do zbywalnych papierów wartościowy w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, z tym zastrzeżeniem, że certyfikaty inwestycyjne publicznego FIZ mogą być wyłącznie papierami wartościowymi na okaziciela<sup>249</sup>. Realizacja celów przyjętych przez projektodawcę byłaby zatem możliwa również przy wykorzystaniu formy prawnej FIZ z tym zastrzeżeniem, że uzyskanie przewidzianego prawem szczególnego statusu musiałoby być obwarowane obowiązkiem funkcjonowania jako publiczny FIZ.

Chociaż rozwiązanie takie nie jest powszechne, to biorąc pod uwagę przedstawione wcześniej przykłady, znajduje zastosowanie w praktyce. Pewne wątpliwości w przypadku zaprezentowanych w rozdziale pierwszym cech charakteryzujących model REIT, budzi realizowanie przez podmioty typu REIT funkcjonujące w formie funduszy inwestycyjnych obowiązku wypłaty wypracowanego zysku na określonym ustawowo

---

<sup>247</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (UD370), ([bit.ly/3VHZ5GX](https://bit.ly/3VHZ5GX)), s. 13–14, (dostęp: 30.11.2025 r.), dalej jako: raport z konsultacji publicznych projektu FINN.

<sup>248</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 4.

<sup>249</sup> Zob. art. 3 pkt 1 lit. A u.o.i.f. oraz art. 121 u.f.i.

poziomie. Zgodnie z art. 8 ust. 1 i 2 u.f.i. fundusz inwestycyjny dokonuje wyceny aktywów funduszu, ustalenia wartości aktywów netto oraz wartości aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny, a wartość aktywów netto ustala się pomniejszając o zobowiązania ciążące na funduszu. Jest to obowiązek kluczowy z punktu widzenia uczestników oraz potencjalnych inwestorów, gdyż poprzez nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych uczestniczą oni w majątku funduszu. Wycena wpływa więc na określenie zakresu partycypacji oraz uprawnień uczestnika, przy czym należy zauważyć, że certyfikaty inwestycyjne będące papierami wartościowymi podlegają nie tylko okresowej wycenie dokonywanej przez fundusz, ale również wycenie rynkowej dokonywanej na poszczególnych sesjach giełdowych<sup>250</sup>. Zysk uczestników wyraża się więc w zwiększeniu wartości aktywów netto przypadających na poszczególne jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. W przypadku FIO ekonomiczna realizacja zysku poprzez możliwość skorzystania z wypracowanych wartości i wypłatę powiększonych środków pieniężnych jest łatwiejsza, gdyż FIO zbywa jednostki uczestnictwa i dokonuje ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu, a z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa są umarzone z mocy prawa<sup>251</sup>. Zbycie i dokupienie jednostek uczestnictwa następuje z częstotliwością określoną w statucie funduszu, jednak zgodnie z art. 84 ust. 1 u.f.i. nie może to następować rzadziej niż raz na siedem dni. Certyfikaty inwestycyjne FIZ jako papiery wartościowe mogą zostać zbyte na rynku, jednak możliwość wykupienia przez fundusz certyfikatów, które wyemitował jest warunkowana zawarciem stosownego postanowienia w jego statucie<sup>252</sup>. W związku z powyższym, zarówno w przypadku FIO, jak i postulowanej przy pracach nad projektem FINN formie FIZ, nie mamy do czynienia z wypłatą wypracowanego zysku bezpośrednio w pieniądzu, tak jak ma to miejsce w spółkach kapitałowych wypłacających dywidendę lub truscie dokonującym wypłat na rzecz beneficjentów. Przewidziane w przypadku funduszy inwestycyjnych rozwiązania zakładające aktualizację wyceny aktywów przypadających na jednostkę uczestnictwa albo certyfikat inwestycyjny oraz możliwość ich umorzenia lub zbycia należy uznać za realizujące wspomniany obowiązek wypłaty większości wypracowanego zysku inwestorom zaangażowanym finansowo w działalności podmiotu typu REIT. Różnica polega w tym przypadku na pozostawieniu decyzji o momencie „wypłaty”

---

<sup>250</sup> Ł. Czerepak, *Komentarz do art. 8 u.f.i.*, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, red. K. Osajda, J. Dybiński, Warszawa 2023, Legalis; M. Zdyb, *Wspólnotowe i polskie...*, s. 241.

<sup>251</sup> Art. 82 u.f.i.

<sup>252</sup> Art. 139 ust. 1 u.f.i.

powiększonych aktywów do uznania uczestników. Zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych nie wymagają bowiem, tak jak w przypadku spółki akcyjnej dodatkowych ustawowych obwarowań zakładających obowiązek wypłaty zysku, co szerzej zostanie poruszone w dalszej części pracy<sup>253</sup>.

Szerszy katalog dopuszczalnych form prawnych występuje w przypadku spółek zależnych powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie z podmiotami typu REIT, w stosunku do których podmioty te występują jako spółka dominująca. Zagadnienie to jest o tyle istotne, że w większości przypadków spółki zależne podmiotów typu REIT, realizujące przewidziane prawem wymogi, również mogą korzystać z określonych zwolnień podatkowych. Zgodnie z założeniami projektu SRWN I, spółką zależną od spółki rynku wynajmu nieruchomości mogła być spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowo-akcyjna, mająca siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, spełniająca przewidziane dla SRWN wymogi dotyczące struktury przychodów, ograniczeń finansowania dłużnego oraz obowiązkowego poziomu wypłaty dywidendy, której nie mniej niż 70% wartości bilansowej aktywów stanowią nieruchomości i w której kapitale zakładowym udział wynoszący nie mniej niż 95% posiada spółka rynku wynajmu nieruchomości<sup>254</sup>. W projekcie SRWN II przyjęta koncepcja została utrzymana z niewielkimi zmianami odnoszącymi się do dopuszczalnej struktury przychodów<sup>255</sup>. Projekt FINN w art. 4 ust. 1, powielił katalog form prawnych spółek zależnych występujący w poprzednich projektach przyjmując, że spółką zależną w rozumieniu ustawy, mogła być spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowo-akcyjna, która spełniała łącznie następujące warunki<sup>256</sup>:

---

<sup>253</sup> Zgodnie z przepisem art. 347 § 1 k.s.h., akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom. Wypłata zysku nie jest więc gwarantowana ustawowo, lecz wymaga stosownej uchwały walnego zgromadzenia, która może przeznaczyć go na cele inne niż dywidenda; R. Pabis, [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2022, s. 1743.

<sup>254</sup> Art. 7 ust. 1 w zw. z art. 2 ust. 1 pkt 5 – 7 projektu SRWN I.

<sup>255</sup> Art. 12 ust. 1 projektu SRWN II; W projekcie SRWN I nie mniej niż 70 % przychodów netto SRWN oraz jej spółek zależnych miało pochodzić z najmu nieruchomości lub ich zbycia. Podczas prac nad projektem próg ten został zwiększony do 80 %.

<sup>256</sup> Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 8 lit. a-b projektu FINN, poziom obowiązkowej wypłaty zysku na rzecz akcjonariuszy (w tym przypadku przede wszystkim spółki dominującej FINN) określony jest na identycznych zasadach jak w przypadku spółki dominującej FINN i stanowi całość zysku, który może zostać przeznaczony do podziału zgodnie z przepisami prawa handlowego albo 90% łącznej wartości przychodów uzyskanych w roku obrotowym z tytułu najmu lub zbycia nieruchomości mieszkalnych, pomniejszonych o przewidziane w projekcie ustawy wydatki.

- 1) posiadała siedzibę i zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a w przypadku spółki komandytowo-akcyjnej – spółka oraz jej komplementariusze posiadali siedzibę lub miejsce zamieszkania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
- 2) co najmniej 95% udziału w jej kapitale zakładowym posiadała FINN;
- 3) co najmniej 80% wartości bilansowej aktywów stanowiły nieruchomości mieszkalne stanowiące jej własność;
- 4) co najmniej 90% przychodów stanowiły przychody z tytułu najmu nieruchomości [...];
- 5) wartość nominalna zobowiązań wynikających z finansowania dłużnego, w tym z zaciągniętych kredytów, pożyczek lub emisji obligacji, nie przekraczała 50% wartości bilansowej aktywów;
- 6) nie posiadała akcji ani udziałów w innych spółkach;
- 7) nie była wpisana do rejestru FINN;
- 8) dokonywała na rzecz wspólników (akcjonariuszy) podziału zysku wynikającego z rocznego sprawozdania finansowego [...], (w przewidzianych w ustawie kwotach – przyp. wł.).

Wymogi przewidziane w projekcie ustawy dla spółek zależnych, co do zasady pokrywały się z wymogami jakie spełnić musiała spółka starająca się o uzyskanie statusu FINN. W wyniku przyjętej przez projektodawcę koncepcji, w myśl której spółka zależna FINN nie mogła posiadać akcji ani udziałów w innych spółkach, odmienny jest katalog aktywów oraz przychodów, który mógł zostać uwzględniony przy badaniu realizacji wskazanych w projekcie limitów. Główna część wartości bilansowej aktywów, a także główne źródło przychodów ograniczało się do nieruchomości mieszkalnych stanowiących własność spółki. Projektodawca w odniesieniu do spółek zależnych zrezygnował również z obowiązku posiadania co najmniej 5 nieruchomości, tak jak miało to miejsce w przypadku spółki dominującej. Spółka zależna FINN mogła utrzymywać własności pojedynczej nieruchomości mieszkalnej, będącej głównym składnikiem jej majątku.

W projekcie FINN dokonano zatem trzech istotnych doprecyzowań, w porównaniu z poprzednimi projektami. Wskazano, że określone w przepisie wymogi odnoszą się wyłącznie do „spółek zależnych w rozumieniu ustawy”. W przypadku wcześniejszych projektów istniała bowiem wątpliwość czy SRWN mogą posiadać jedynie spółki zależne spełniające przewidziane kryteria, czy również inne, niezwiązane z działalnością na rynku nieruchomości. Wprowadzono wspomniany zakaz posiadania przez spółki zależne udziałów lub akcji w innych spółkach, uniemożliwiający tworzenie dalszych spółek

zależnych oraz prowadzenie działalności inwestycyjnej poprzez lokowanie środków w innych spółkach. Wprost wyartykułowano, że spółka zależna nie może posiadać w sposób samodzielny statusu FINN.

Główne problemy dotyczące uregulowania statusu spółek zależnych, które ujawniły się w trakcie konsultowania projektu to przede wszystkim brak włączenia do katalogu dopuszczalnych form prawnych innych spółek osobowych, w szczególności spółek jawnych i komandytowych oraz brak możliwości tworzenia spółek zależnych przez kilka podmiotów działających w modelu REIT<sup>257</sup>. Podnoszono, że charakter działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości wiąże się z częstą potrzebą wyodrębnienia w sposób organizacyjny danego projektu do osobnego podmiotu (spółki celowej), w celu ograniczenia ryzyka finansowego, usprawnienia procesu decyzyjnego oraz spełnienia wymogów kredytowych stawianych przez banki<sup>258</sup>. W takim przypadku wymienione spółki osobowe stanowią najbardziej przystępną formę realizowania danego przedsięwzięcia, z pominięciem sformalizowanych w większym stopniu spółek kapitałowych lub spółki komandytowo-akcyjnej. Projektowane ograniczenia dotyczące wymogu posiadania przez FINN co najmniej 95% udziałów lub akcji w kapitale zakładowym spółki zależnej, wyłączają z kolei możliwość podejmowania wielkoskalowych inwestycji typu *joint-venture*, w oparciu o utworzoną w tym celu spółkę zależną będącą sprawnym mechanizmem koncentracji wymaganego kapitału<sup>259</sup>.

Przyjęcie postulatów zgłaszanych w trakcie procesu legislacyjnego byłoby zgodne z zasadami funkcjonowania spółek zależnych podmiotów typu REIT, przewidzianymi w ustawodawstwie francuskim dla spółek zależnych SIIC. Zgodnie z tamtejszą regulacją spółki będące podmiotem opodatkowania w podatku dochodowym od spółek (*impôt sur les sociétés*), których przedmiot działalności jest tożsamy z przedmiotem działalności SIIC mogą wybrać przewidziane dla SIIC zasady opodatkowania, jeżeli co najmniej w 95% w sposób bezpośredni lub pośredni, nieprzerwanie w ciągu roku obrotowego stanowią własność jednej lub więcej SIIC<sup>260</sup>. W odróżnieniu jednak od krajowej regulacji w przedmiocie podatku dochodowego od osób prawnych (będącej odpowiednikiem francuskiego podatku od spółek), także spółki komandytowe (*société en commandite simple*), spółki jawne (*société en nom collectif*), oraz cywilne spółki nieruchomościowe (*société*

---

<sup>257</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 39; Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 19.

<sup>258</sup> *Ibidem*.

<sup>259</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 21.

<sup>260</sup> Francuski kodeks podatkowy, artykuł 208C.

*civile immobilière*), mogą po spełnieniu przewidzianych prawem wymagań stać się podatnikiem tego podatku<sup>261</sup>. W związku z powyższym dopuszczalny katalog form prawnych funkcjonowania spółek zależnych SIIC poza wskazanymi spółkami osobowymi obejmuje również spółki komandytowo-akcyjne, proste spółki akcyjne oraz spółki akcyjne. Na uwagę zasługuje również wskazane rozwiązanie umożliwiające tworzenie spółek zależnych przez więcej niż jedną SIIC, które pozytywnie wpływa na wspomnianą wcześniej możliwość podejmowania inicjatyw gospodarczych w modelu *joint-venture*.

### 2.2.2 Szczególne wymogi w zakresie minimalnego kapitału zakładowego

Znaczenie kapitału zakładowego w funkcjonowaniu spółki akcyjnej, a tym samym pośrednio podmiotów typu REIT działających w tej formie prawnej, zostało już wstępnie zarysowane w uwagach dotyczących przystosowania spółki akcyjnej do podejmowania wielkoskalowych i wymagających znacznego kapitału przedsięwzięć. Zagadnienie to zasługuje na szersze omówienie, gdyż w wielu przypadkach ustawodawstwo państw europejskich dotyczące minimalnych wymogów kapitałowych przewiduje szczególne rozwiązania dotyczące wielkości kapitału zakładowego, mające wzmacniać zwłaszcza jego funkcję gwarancyjną. Należy zaznaczyć, że w wielu państwach takich jak np. Stany Zjednoczone, Kanada czy Australia, w ogóle nie występują określone prawem wymogi dotyczące posiadania minimalnego kapitału przez podmioty typu REIT<sup>262</sup>. Jest to wynikiem powszechnie występującej w państwach o systemie prawnym *common law* oraz państwach o systemach mieszanych tendencji, zakładającej minimalną ingerencję prawa w sferę pozyskiwania i utrzymywania środków ekonomicznych na prowadzenie działalności przez podmioty gospodarcze<sup>263</sup>. W systemach prawnych *common law* prymat wiedzy zasada prostoty i szybkości przy zakładaniu spółek kapitałowych oraz innych zbiorowych form prowadzenia działalności, z jednoczesnym zmniejszeniem gwarancji ochrony wierzycieli<sup>264</sup>. W przypadku systemów prawa kontynentalnego ingerencja

---

<sup>261</sup> *Ibidem*, artykuł 206.

<sup>262</sup> C. Ghosh, M. Petrova, *The effect of legal environment and regulatory structure on performance: cross-country evidence form REITs*, „The Journal of Real Estate Finance and Economics” 2021, 63 (1), s. 46.

<sup>263</sup> Zob. T. Mróz, *Funkcje kapitału zakładowego a przedmiot wkładu w spółkach kapitałowych (ze szczególnym uwzględnieniem aportu)*, [w:] *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci prof. Ireneusza Weissza*, Kraków 2004, s. 176.

<sup>264</sup> *Ibidem*, s. 177.

ustawodawcy jest większa i wiąże się z wprowadzeniem minimalnych progów wysokości kapitału zakładowego oraz wymogu ustalenia minimalnej wartości akcji<sup>265</sup>.

W ujęciu prawnym kapitał zakładowy spółki akcyjnej to oznaczona cyfrowo kwota będąca sumą ogółu akcji wszystkich akcjonariuszy, którą zobowiązani są wnieść do spółki i która nie może być przez spółkę wypłacona akcjonariuszom w trakcie trwania jej prawnego bytu<sup>266</sup>. W znaczeniu ekonomicznym kapitał zakładowy stanowi jedno ze źródeł finansowania majątku spółki i odzwierciedla tę część majątku, którą wspólnicy są obowiązani wnieść do spółki<sup>267</sup>. Będzie to więc pierwotny majątek spółki utworzony z wniesionych przez akcjonariuszy składników majątkowych określonych w akcie założycielskim<sup>268</sup>. Należy zaznaczyć, że opisanego pojęcia kapitału zakładowego nie można utożsamiać z pojęciem majątku spółki. Mimo że stanowi on ekonomiczną podstawę działalności spółki i teoretycznie może się pokrywać z majątkiem spółki, sytuacja taka ma najczęściej miejsce wyłącznie w początkowej fazie jej istnienia<sup>269</sup>. W wyniku prowadzenia działalności majątek spółki powiększa się w przypadku wypracowywania zysku lub pomniejsza przy poniesieniu straty, podczas gdy ustalona wartość kapitału zakładowego jest stała, a jej zmiana wymaga przeprowadzenia przewidzianych prawem sformalizowanych procedur. Nie ulega jednak wątpliwości, że wyposażenie spółki w majątek pierwotny znacznej wysokości, poprzez określenie wymagalnej kwoty kapitału zakładowego na wyższym poziomie ułatwia rozpoczęcie prowadzenia działalności.

Przejdźcie do omówienia szczególnych wymogów dotyczących kapitału zakładowego podmiotów typu REIT należy poprzedzić omówieniem funkcji jakie kapitał ten spełnia. Potrzeba realizacji poszczególnych funkcji będzie bowiem wyznaczała aksjologiczne podstawy wprowadzenia szczególnych rozwiązań w tym zakresie. Pierwszą funkcją jaką pełni kapitał zakładowy spółki jest funkcja prawa, która polega na wyznaczeniu pozycji wspólników w spółce<sup>270</sup>. Kapitał jako ogólna suma akcji przyznanych akcjonariuszom stanowi podstawę ich uczestnictwa w spółce oraz wyznacza zakres przyznanych im praw korporacyjnych i majątkowych<sup>271</sup>. W szczególności upoważnia do udziału

---

<sup>265</sup> *Ibidem*, s. 178

<sup>266</sup> W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 525; J. Napierała, T. Sójka, [w:] *Prawo spółek...*, s. 451; Z. Gordon, *Kapitał zakładowy spółek kapitałowych w prawie polskim. Istota – funkcje – perspektywy*, „Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu” 2010, nr 9, s. 135.

<sup>267</sup> Z. Gordon, *Kapitał zakładowy...*, s. 136.

<sup>268</sup> A. Kidyba, *Prawo handlowe*, Warszawa 2018, s. 472; A. Koch, [w:] *Prawo spółek...*, s. 346.

<sup>269</sup> M. Bieniak, [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski i in., Warszawa 2024, s. 1094, M. Kondej, *Zarys pojęcia kapitału zakładowego*, „Kwartalnik Prawo-Społeczeństwo-Ekonomia” 2015, nr 3, s. 43.

<sup>270</sup> A. Koch, [w:] *Prawo spółek...*, s. 347.

<sup>271</sup> W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 534.

w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy i umożliwia wpływ na podejmowane decyzje w zakresie odpowiadającym liczbie głosów przypadających na akcje. Podobnie wpływa na wyliczenie przypadającego akcjonariuszom udziału w czystym zysku przeznaczonego do wypłaty w formie dywidendy. Drugą funkcją to funkcja ekonomiczna (gospodarcza), polegająca na zapewnieniu spółce odpowiedniego majątku do rozpoczęcia prowadzenia działalności przewidzianej w statucie<sup>272</sup>. Przeznaczenie spółki akcyjnej do podejmowania przedsięwzięć gospodarczych o większej skali zakłada konieczność zgromadzenia przez nią kapitału zakładowego na wskazanym w ustawie minimalnym poziomie. Poza przypadkami, w których ustawodawca w przepisach szczególnych wymaga odpowiednio większego kapitału zakładowego uwzględniając charakter danej działalności, akcjonariusze nie są obowiązani do określania go na poziomie wyższym ani stosunkowego powiększenia w miarę rozwoju prowadzonej działalności. Trzecią funkcją jest funkcja gwarancyjna, zgodnie z którą kapitał zakładowy stanowi minimalną gwarancję zabezpieczającą zobowiązania spółki wobec jej potencjalnych wierzycieli<sup>273</sup>. Jak trafnie i obrazowo przedstawia to Z. Gordon pomimo, że wkłady akcjonariuszy dokonane w celu pokrycia kapitału zakładowego nie stanowią nienaruszalnej puli aktywów stanowiącej ewentualne źródło zabezpieczenia wierzycieli i po ich prawidłowym wniesieniu służą do prowadzenia działalności gospodarczej, ujęcie kapitału zakładowego w bilansie spółki po stronie pasywów uniemożliwia dokonywanie wypłat na rzecz akcjonariuszy, które mogłyby spowodować uszczuplenie majątku poniżej wartości kapitału zakładowego<sup>274</sup>.

Zysk w spółce powstaje, gdy jej majątek przewyższa pasywa, a zatem przewyższa również kapitał zakładowy. Skorzystanie z majątku wniesionego na pokrycie kapitału zakładowego do prowadzenia działalności wymusza konieczność wypracowania wyższego zysku, aby w bilansie spółki aktywa przekroczyły poziom pasywów. Tworzy to rodzaj bezpiecznika opartego na zasadach rachunkowości, który ma zapobiegać uszczuplaniu kapitału zakładowego przez wspólników lub akcjonariuszy<sup>275</sup>. Tym samym im wyższy jest kapitał zakładowy, tym trudniej osiągalny jest zysk, przez co wzrasta rozmiar pozostawionych w spółce aktywów, co stanowi istotne zabezpieczenie ewentualnych roszczeń<sup>276</sup>. W przypadku prawidłowo funkcjonującej spółki w jej bilansie po stronie aktywów powinny znajdować się wartości odpowiadające wielkości kapitału zakładowego,

---

<sup>272</sup> *Ibidem*, s. 534.

<sup>273</sup> T. Mróz, *Funkcje kapitału...*, s. 179.

<sup>274</sup> Z. Gordon, *Kapitał zakładowy...*, s. 140.

<sup>275</sup> Uchwała składu siedmiu sędziów SN z dnia 2 marca 1993 r., sygn. akt. III CZP 123/92.

<sup>276</sup> K. Kruczałak, [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczałak, Warszawa 2001, s. 298.

co w założeniu ma stanowić gwarancję dla wierzycieli, że spółka dysponuje stałym majątkiem, z którego w razie potrzeby będą mogli zaspokoić swoje roszczenia<sup>277</sup>. Należy zgodzić się jednak z twierdzeniem, że w ścisłym ujęciu funkcja gwarancyjna nie jest przypisywana samemu kapitałowi zakładowemu, ale obowiązkowi jego pokrycia aktywami spółki<sup>278</sup>. Kapitał zakładowy jest więc formą gwarancji o charakterze formalnym, świadcząca w pewnym stopniu o wiarygodności finansowej spółki<sup>279</sup>. Powyższe nakazuje spojrzeć na funkcję gwarancyjną kapitału zakładowego, także przez pryzmat budowania pozycji rynkowej spółki oraz wspomnianej wiarygodności w oczach kontrahentów, inwestorów oraz instytucji finansowych. Chociaż w późniejszym stadium działalności spółki to jej majątek w głównej mierze przesądza o ekonomicznym potencjale, fakt zgromadzenia większego kapitału zakładowego niewątpliwie lepiej pozycjonuje spółkę rozpoczynającą działalność na danym rynku.

W przypadku niektórych działalności, związanych z występowaniem szczególnego rodzaju ryzyk, zaangażowaniem środków należących do wielu podmiotów oraz znaczeniem dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki, ustawodawca decyduje się na odejście od ogólnych norm dotyczących minimalnego poziomu kapitału zakładowego. Odmienność regulacji szczególnych w tym zakresie ma na celu wzmocnienie opisanych wyżej funkcji ekonomicznej i funkcji gwarancyjnej realizowanej przez kapitał zakładowy. Szczególnie widoczne jest to w odniesieniu do podmiotów działających na rynku finansowym, w przypadku których wymóg posiadania odpowiedniego kapitału zakładowego (założycielskiego) jest zaliczany do kategorii norm ostrożnościowych<sup>280</sup>. Jak wskazuje C. Kosikowski i M. Olszak bez względu na rodzaj działalności, której dotyczą normy ostrożnościowe, mają one za cel zapobieganie zachowaniom uznanym przez ustawodawcę za niepożądane i promowanie zachowań właściwych z punktu widzenia bezpieczeństwa funkcjonowania określonych podmiotów rynku finansowego oraz bezpieczeństwa całego systemu finansowego<sup>281</sup>. Chociaż szczególne wymogi dotyczące kapitału zakładowego podmiotów działających na rynku finansowym stanowią jedynie wycinek

---

<sup>277</sup> A. Koch, [w:] *Prawo spółek...*, s. 348.

<sup>278</sup> *Ibidem*, s. 348.

<sup>279</sup> M. Bieniak, [w:] *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1094; T. Mróz, *Funkcje kapitału...*, s. 179.

<sup>280</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, *Regulacje ostrożnościowe – powstanie i ewolucja*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9, s. 52; A. Kawulski, B. Smykla, *Nadzorcze normy ostrożnościowe w polskim prawie bankowym*, „Biuletyn Bankowy. Vademecum Bankowca” 1999, luty, s. 15; W. Jaworski, [w:] *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, Warszawa 2005, s. 52 i nast.

<sup>281</sup> C. Kosikowski, M. Olszak, *Od prawa bankowego do prawa rynku kapitałowego*, [w:] *System prawa finansowego. Tom IV. Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, red. J. Głuchowski, s. 232.

spośród szeregu innych norm ostrożnościowych, ich ustanowienie wprost wskazuje na znaczenie posiadania odpowiedniego poziomu środków finansowych dla rozpoczęcia i prawidłowego prowadzenia działalności operacyjnej.

Koncepcja zwiększenia poziomu kapitału zakładowego podmiotów typu REIT ponad ogólne rozwiązania dotyczące spółek akcyjnych znajduje odzwierciedlenie w ustawodawstwie państw europejskich, chociaż nie jest to rozwiązanie przyjęte w sposób jednolity. Należy również zauważyć, że w państwach, w których podmioty typu REIT działają w formie prawnej funduszu inwestycyjnego, w ogóle nie mamy do czynienia z minimalnym kapitałem zakładowym, a co najwyżej z wymogami określającymi minimalną wartość aktywów netto funduszu oraz wymogami kapitałowymi odnoszącymi się do towarzystwa zarządzającego tymi aktywami<sup>282</sup>. Dominacja formy prawnej spółki akcyjnej w normach dotyczących funkcjonowania europejskich podmiotów typu REIT uzasadnia ograniczenie dalszej analizy do aspektów związanych *stricto* z wymaganym kapitałem zakładowym.

**Tabela nr 2.** Wymogi kapitałowe podmiotów typu REIT działających w formie spółki akcyjnej a ogólne wymogi dotyczące spółek akcyjnych.

Państwo	Minimalny kapitał zakładowy/minimalna kapitalizacja REIT	Ogólny wymóg kapitałowy dla spółki akcyjnej
Holandia	45 tys. euro	45 tys. euro
Belgia	1, 2 mln euro	61 tys. euro
Grecja	25 mln euro	60 tys. euro
Francja	15 mln euro	37 tys. euro
Bułgaria	500 tys. lewa (~ 250 tys. euro)	50 tys. lewa (~ 25 tys. euro)
Niemcy	15 mln euro	50 tys. euro
Włochy	50 tys. euro	50 tys. euro
Wielka Brytania	50 tys. funtów brytyjskich (~ 58 tys. euro)	50 tys. funtów brytyjskich (~ 58 tys. euro)
Hiszpania	5 mln euro	60 tys. euro
Finlandia	5 mln euro	80 tys. euro
Węgry	5 mld forint (~ 13 mln euro)	3 mln forint (~ 10 tys. euro)
Irlandia	25 tys. euro	25 tys. euro
Portugalia	5 mln euro	50 tys. euro

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

<sup>282</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT ...*, s. 116 i 126; Należy pamiętać o przedstawionych zastrzeżeniach dotyczących możliwości zakwalifikowania m.in. podmiotów działających na Litwie oraz w Luksemburgu, jako podmiotów funkcjonujących w modelu REIT. Brak ustawowego ograniczenia dopuszczalnej działalności inwestycyjnej do rynku nieruchomości, każe traktować je jako podmioty zbliżone do podmiotów typu REIT (REIT-like).

Z analizy powyższej tabeli wynika, że spośród trzynastu państw europejskich, w których podmioty typu REIT funkcjonują w formie spółki akcyjnej, aż w dziewięciu z nich podmioty zamierzające rozpocząć działalność w tym modelu, muszą liczyć się z koniecznością zgromadzenia większego kapitału zakładowego. Brak dodatkowych wymogów w przypadku państw, takich jak Irlandia czy Wielka Brytania, daje się łatwo uzasadnić patrząc przez pryzmat opisanego na początku podrozdziału podejścia systemów *common law* do znaczenia kapitału zakładowego w funkcjonowaniu spółek. W przypadku Holandii z kolei, znaczącym czynnikiem zdaje się być bezpośrednia implementacja rozwiązań amerykańskich na wczesnym etapie rozwoju REIT, bo już w 1969 r.

W przypadku pozostałych państw przedstawionych w zestawieniu, można zaobserwować ideę zakładającą konieczność ustanowienia minimum kapitałowego dla podmiotów typu REIT, odpowiadającego charakterowi prowadzonej działalności. Podjęcie działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości na szeroką skalę, wiąże się bowiem z potrzebą zaangażowania znacznych środków finansowych lub majątku znacznej wartości, które co do zasady mogą być wnoszone przez nieograniczoną liczbę podmiotów. Wyznaczenie minimalnego kapitału zakładowego na wysokim poziomie wprost oddziałuje więc na skalę podmiotów zamierzających prowadzić działalność w modelu REIT w danym kraju oraz pośrednio wpływa na wewnętrzną strukturę właścicielską. Konieczność pokrycia wysokiego kapitału zakładowego automatycznie wymaga zaangażowania dużych podmiotów gospodarczych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych itp., kosztem mniejszego zaangażowania inwestorów indywidualnych<sup>283</sup>.

W europejskim ustawodawstwie dotyczącym podmiotów typu REIT kwestia właściwego poziomu kapitału zakładowego nie jest jednak traktowana jednolicie. Jego wysoką wartością charakteryzuje się w szczególności regulacja grecka, z minimalnym kapitałem zakładowym REIC w formie spółki akcyjnej na poziomie 25 mln euro, przy minimalnym poziomie kapitału zakładowego dla standardowej spółki akcyjnej w wysokości 60 tys. euro. Wysoki poziom kapitału zakładowego został określony również w ustawodawstwie francuskim i niemieckim, gdzie wynosi 15 mln euro, przy ogólnych wymogach dla spółki akcyjnej wynoszących odpowiednio 37 tys. euro we Francji i 50 tys. euro w Niemczech. Podobnie wysoki poziom kapitału zakładowego występuje na Węgrzech i wynosi 5 mld forint, co przeliczając daje w uśrednieniu ok. 13 mln euro. Spośród

---

<sup>283</sup> Mechanizmy prawne zakładające zabezpieczenie partycypacji inwestorów indywidualnych w podmiotach typu REIT będą przedmiotem szerszego omówienia w dalszej części pracy.

państw, które wprowadziły rozwiązania szczególne w tym zakresie, najniższy minimalny kapitał zakładowy przewidziany dla podmiotów działających w modelu REIT wstępuje w Bułgarii i wynosi w przeliczeniu ok. 250 tys. euro (500 tys. lewa), przy ogólnym wymogu dla spółki akcyjnej na poziomie ok. 25 tys. euro (50 tys. lewa). Biorąc pod uwagę normy obowiązujące we wszystkich państwach przedstawionych w Tabeli nr 2, ukazuje się rozbieżność w zakresie regulacji dotyczących kapitału zakładowego podmiotów typu REIT, poczynając od Grecji (25 mln euro), a kończąc na Irlandii, w której brak szczególnych wymogów pozwala działać jako podmiot typu REIT w formie spółki akcyjnej o standardowym kapitale zakładowym w wysokości 25 tys. euro.

Podsumowując powyższe uwagi można wyróżnić trzy rozwiązania dotyczące określenia poziomu kapitału zakładowego wymaganego dla podmiotów typu REIT, które funkcjonują w Europie:

- 1) brak przepisów szczególnych określających wymogi kapitałowe w sposób odmienny od powszechnych norm przewidzianych dla dopuszczalnej formy prawnej prowadzenia działalności;
- 2) konieczności spełnienia szczególnych wymogów kapitałowych wynikających z obowiązku dopuszczenia akcji, certyfikatów inwestycyjnych itp. do obrotu na rynku oficjalnych notowań;
- 3) konieczność spełnienia szczególnych wymogów kapitałowych wynikających z przepisów odnoszących się wyłącznie do podmiotów działających w modelu REIT.

Porównując przedstawione wymogi obowiązujące w analizowanych porządkach prawnych z projektowanymi rozwiązaniami krajowymi można dostrzec, że projektodawca konsekwentnie obstaje przy koncepcji wprowadzenia szczególnych norm dotyczących kapitału zakładowego dla podmiotów zamierzających prowadzić działalność w modelu REIT oraz określenia jego wielkości na stosunkowo wysokim poziomie. Jak wcześniej wskazano, w projekcie SRWN I kapitał zakładowy spółki rynku wynajmu nieruchomości miał być nie niższy niż 60 mln złotych. Przeliczając przedstawioną kwotę z wykorzystaniem średniego kursu euro NBP z dnia opublikowania projektu, była to równoważność ok. 14 mln euro<sup>284</sup>, co umiejscawiałoby Polskę wśród państw o najwyższych wymogach kapitałowych przewidzianych dla podmiotów typu REIT w Europie. Problemy

---

<sup>284</sup> Tabela nr 198/A/NBP/2016 z dnia 12.10.2016 r., (<https://nbp.pl/archiwum-kursow/tabela-nr-198-a-nbp-2016-z-dnia-2016-10-12/>), (dostęp: 30.11.2025 r.); Średni kurs euro w stosunku do złotego wynosił w tym dniu 4,2825.

wynikające z określenia minimalnej kwoty kapitału zakładowego na tak wysokim poziomie były komunikowane na etapie konsultacji projektu, gdzie wskazywano, że przyjęta koncepcja może negatywnie wpłynąć na rozwój tworzonego sektora. Wysoka wartość minimalnego kapitału zakładowego mogłaby utrudnić proces gromadzenia środków na jego pokrycie oraz zniweczyć zasadniczy cel ustawy, jakim było upowszechnienie inwestowania w nieruchomości poprzez inwestorów indywidualnych oraz zmniejszenie roli dużych międzynarodowych inwestorów<sup>285</sup>. W praktyce mogłoby to skutkować dominacją dużych podmiotów reprezentujących inwestorów instytucjonalnych i przeciwnie do przyjętych założeń, pogłębić istniejące nierówności rynkowe w tym zakresie<sup>286</sup>. W projekcie SRWN II oraz w projekcie FINN kierunkowo zastosowano się do przedstawionych wcześniej uwag, obniżając minimalny poziom kapitału zakładowego do 50 mln złotych<sup>287</sup>, co w dalszym ciągu zdaje się być wartością nadmiernie wysoką<sup>288</sup>.

Założenie projektodawcy nastawione na wymóg zgromadzenia przez podmiot starający się o możliwości wykonywania działalności w modelu REIT, jak największego kapitału zakładowego, było podyktowane koniecznością zapewnienia środków odpowiednich do rodzaju prowadzonej działalności. Podczas prac podkreślano, że koszty prowadzenia opłacalnych inwestycji nieruchomościowych w atrakcyjnych lokalizacjach czy to w sektorze komercyjnym, jak w przypadku projektu SRWN I oraz projektu SRWN II, czy mieszkaniowych, jak w przypadku projektu FINN, wymagają nakładów rzędu dziesiątek milionów na jedną inwestycję. Obniżenie kapitału zakładowego poniżej propozycji przedstawionej w projektach mogłoby skutkować obniżeniem konkurencyjności krajowych podmiotów typu REIT względem ich zagranicznych odpowiedników oraz zmusić do podejmowania inwestycji o większym stopniu ryzyka, co z kolei byłoby niekorzystne z punktu widzenia inwestorów<sup>289</sup>.

Proponowana wysokość minimalnego kapitału zakładowego w projektach krajowych zdaje się być znacznie wygórowana w porównaniu z innymi podmiotami gospodarczymi, dla których przepisy przewidują szczególne rozwiązania w tym zakresie. Chodzi przede wszystkim o wskazane wcześniej podmioty działające na rynku finansowym, w których obowiązek posiadania odpowiedniego kapitału zakładowego stanowi regulację

---

<sup>285</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 4 i nast.

<sup>286</sup> *Ibidem*.

<sup>287</sup> Zob. art. 3 ust. 1 pkt 3 projektu SRWN II oraz art. 3 pkt 4 projektu FINN.

<sup>288</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 17 i nast.

<sup>289</sup> Pismo z dnia 22 czerwca 2017 r., Uwagi NBP dotyczące projektu ustawy o spółkach wynajmu nieruchomości (wersja projektu z dnia 19 maja 2017 r.), ([bit.ly/4oB8gpu](https://bit.ly/4oB8gpu)), (dostęp: 30.11.2025 r.), s. 3 i nast.; Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 17 i nast.

ostrożnościową nakierowaną na ochronę inwestorów oraz zapewnienie właściwego potencjału ekonomicznego umożliwiającego zachowanie prawidłowej płynności, w przypadku realizacji ryzyk. Jako przykład podmiotów w funkcjonujących w porządku krajowym, które muszą spełniać szczególne wymogi dotyczące minimalnego kapitału zakładowego (założycielskiego) wskazać można m.in.:

- 1) krajowe zakłady ubezpieczeń – kapitał zakładowy nie może być niższy niż nieprzekraczalny dolny próg minimalnego wymogu kapitałowego dla grup ubezpieczeń, który w zależności od zakresu ryzyk, w ramach których zakład wykonuje działalność wynosi od 2,5 mln do 3,7 mln euro<sup>290</sup>;
- 2) domy maklerskie – kapitał zakładowy musi wynosić co najmniej równowartość w złotych 150 tys. euro (w przypadku, w którym dom maklerski prowadzi działalność polegającą m.in. na nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych lub prowadzeniu zorganizowanej platformy obrotu kapitał założycielski musi wynosić co najmniej równowartość w złotych 750 tys. euro)<sup>291</sup>;
- 3) towarzystwa funduszy inwestycyjnych – kapitał początkowy musi wynosić co najmniej wyrażoną w złotych równowartość 125 tys. euro (w przypadku wykonywania działalności polegającej na zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, kapitał początkowy ulega zwiększeniu do wyrażonej w złotych równowartości 730 tys. euro)<sup>292</sup>.
- 4) powszechne towarzystwa emerytalne – minimalna wysokość kapitału zakładowego powszechnego towarzystwa nie może być niższa niż równowartość w złotych 5 mln euro<sup>293</sup>;

---

<sup>290</sup> Zob. art. 80 ust. 1 i 2 w zw. z art. 272 ust. 1 u.d.u.r.; W przypadku krajowego zakładu reasekuracji kapitał zakładowy nie może być niższy niż nieprzekraczalny dolny próg minimalnego wymogu kapitałowego wymaganego dla tego zakładu. Nieprzekraczalny dolny próg minimalnego wymogu kapitałowego dla wewnętrznych zakładów reasekuracji stanowi równowartość w złotych 1,2 mln euro, a dla zakładów innych niż wewnętrzne zakłady reasekuracji równowartość w złotych 3,6 mln euro.

<sup>291</sup> Zob. art. 98 ust. 1- 3 w zw. z art. 69 ust. 2 pkt 3, 7 i 9 u.o.i.f.

<sup>292</sup> Zob. art. 49 ust. 1 i 2 w zw. z art. 45 ust. 2 pkt 1 u.f.i.; Zgodnie z przepisem art. 49 ust. 3 u.f.i., kapitał początkowy w rozumieniu przytoczonej ustawy stanowi sumę kapitału zakładowego, w wielkości, w jakiej został wpłacony łącznie z premią emisyjną, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych, a także zysku netto w trakcie zatwierdzania, o ile zysk ten wynika ze zbadanego przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowego, oraz kapitału rezerwowego, pomniejszoną o niepokrytą stratę z lat ubiegłych.

<sup>293</sup> Zob. art. 31 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1113 z późn. zm.).

- 5) banków w formie spółki akcyjnej – kapitał założycielski nie może być niższy od równowartości w złotych 5 mln euro<sup>294</sup>.

Porównując przedstawione wymogi kapitałowe podmiotów działających na rynku finansowym z proponowanymi regulacjami, zaobserwować można dużą rozbieżność, która biorąc pod uwagę czynniki ryzyka oraz charakter prowadzonej działalności nie wydaje się w pełni uzasadniona. Projekt SRWN I, projekt SRWN II oraz projekt FINN, zakładały posiadanie kapitału zakładowego znacznie przewyższającego określony ustawowo kapitał założycielski banku w formie spółki akcyjnej. Należy zauważyć, że działalność bankowa wiąże się ze znacznie większą liczbą potencjalnych, ryzyk takich jak np. ryzyko utraty płynności, ryzyko kredytowe, ryzyko walutowe czy ryzyko operacyjne<sup>295</sup>. Ziszczenie się tych ryzyk oraz będące ich wynikiem zakłócenie gospodarki finansowej banku, może rodzić daleko idące skutki związane z zagrożeniem depozytów klientów oraz naruszeniem stabilności systemu finansowego. Działalność inwestycyjna na rynku nieruchomości w sposób oczywisty również wiąże się z występowaniem ryzyk, spośród których jako przykładowe wskazać można<sup>296</sup>:

- 1) ryzyko prawne (dotyczące stanu prawnego przedmiotu inwestycji oraz możliwych zmian w przepisach prawnych wpływających na zakres inwestycji np. przepisy dotyczące zagospodarowania przestrzennego, ochrony środowiska, zmiany w prawie podatkowym);
- 2) ryzyko otoczenia (wynikające ze zmieniającego się sąsiedztwa nieruchomości, zmiany założeń urbanistycznych, dostępu do komunikacji itp.);
- 3) ryzyko zarządzania (wynikające z konieczności bieżącej obsługi nieruchomości).

Działalność inwestycyjna na rynku nieruchomości, w porównaniu z działalnością podmiotów rynku finansowego, nie wiąże się więc z tak znaczącym ryzykiem, a sam charakter tego ryzyka znajduje swoje źródło w okolicznościach łatwiejszy do przewidzenia i umożliwiających odpowiednio wczesne przeciwdziałanie negatywnym skutkom, jakie mogą wywołać. Problematyka ryzyka prowadzenia działalności na rynku finansowym oraz ryzyka działalności podejmowanej przez podmioty typu REIT, zostanie rozwinięta

---

<sup>294</sup> Zob. art. 32 ust. 1 u.p.b.

<sup>295</sup> Szerzej na ten temat zob. M. Wierzbińska, *Ryzyko w gospodarce rynkowej w okresie transformacji systemowej*, Lublin 1996, s. 91, M. Kowalik, *Ryzyko w działalności bankowej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2002, nr 565, s. 170 i nast.

<sup>296</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2006, vol. 14 nr 1, s. 112 i nast., A. Mazurczak, *Znaczenie funduszy nieruchomości typu real estate investment trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, praca doktorska, Poznań 2011, s. 26.

w części pracy dotyczącej zagadnień nadzorczych. Poczyniona dygresja miała na celu wykazanie, że rozwiązania zaproponowane w projekcie SRWN I, projekcie SRWN II, a także w projekcie FINN, znacząco odbiegają od funkcjonujących obecnie regulacji dotyczących minimalnego progu kapitałowego dla rozpoczęcia działalności gospodarczej, a przedstawiona argumentacja dotycząca specyfiki rynku nieruchomości nie uzasadnia w pełni przedstawionego podejścia.

### **2.3. Sposoby uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu real estate investment trust**

Uzyskanie przewidzianych w przepisach prawa preferencji podatkowych będących jedną z cech charakteryzujących model REIT jest powiązane ze spełnieniem określonych wymogów, dotyczących przede wszystkim ukierunkowania działalności na rynek nieruchomości oraz obowiązkowej wypłaty wypracowanego zysku. Istnienie tych wymogów oraz potrzeba weryfikacji ich spełniania, pociąga za sobą konieczność uchwalenia przepisów dotyczących postępowania w zakresie zakwalifikowania konkretnego podmiotu, jako uprawnionego do skorzystania ze szczególnego statusu podatkowego. Ustawodawstwo państw europejskich, które zdecydowały się na wprowadzenie norm regulujących prowadzenie działalności w modelu REIT, nie jest w tym przypadku jednolite. Wybór konkretnego rozwiązania jest zależny od wielu czynników, z których jako przykładowe należy wskazać tradycje danego systemu prawnego, poziom rozwoju zbiorowych form inwestowania oraz rynku finansowego, a także uwarunkowania kulturowe wyrażające się w liberalnym podejściu do stosunków gospodarczych lub przywiązaniu do większej kontroli życia gospodarczego ze strony państwa. Jak zaznaczono w rozdziale pierwszym, co do zasady można wyróżnić dwa główne modele uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT. Ich wyodrębnienie opiera się na umiejscowieniu norm regulujących ową problematykę w ramach danego systemu prawnego oraz powierzeniu kompetencji w sprawach uzyskania, nadzoru i utraty możliwości działania jako podmiot typu REIT poszczególnym organom.

### 2.3.1. Sposoby uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu real estate investment trust w prawodawstwie państw europejskich

Pierwszy model funkcjonuje w oparciu o przepisy prawa podatkowego, gdzie regulacje dotyczące obowiązków i uprawnień podmiotów typu REIT najczęściej stanowią element ustaw podatkowych. Są to przede wszystkim ustawy konstruujące system podatku dochodowego od osób prawnych lub właściwego odpowiednika tej daniny publicznonprawnej<sup>297</sup>. Obowiązki związane z rejestracją podmiotów kwalifikujących się do skorzystania z preferencyjnych zasad opodatkowania oraz kontroli przestrzegania warunków przewidzianych zwolnień, spoczywają w tym przypadku na organach administracji skarbowej danego państwa. Model ten dla celów opracowania określane będzie mianem „modelu podatkowego”.

Drugi model kładzie większy nacisk na działalność podmiotów typu REIT jako instytucji zbiorowego inwestowania, które będąc emitentami akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym są zaliczane do podmiotów rynku kapitałowego<sup>298</sup>, co uzasadnia poddanie ich działalności szerszej regulacji, wykraczającej poza przepisy prawa podatkowego<sup>299</sup>. Powyższa okoliczność stanowi więc aksjologiczną podstawę do wprowadzenia pewnych formy reglamentacji, najczęściej poprzez obowiązek uzyskania zezwolenia lub licencji od organu właściwego w sprawach nadzoru nad rynkiem finansowym. W tym przypadku to na tym organie ciąży również obowiązek bieżącego nadzoru nad działalnością podmiotów typu REIT oraz realizowaniem przez nie wymogów korzystania z przewidzianych preferencji podatkowych. Model ten charakteryzuje się również częstym wyłączeniem przepisów dotyczących prowadzenia tego typu działalności do osobnego aktu prawnego, ewentualnie włączenie ich do aktów normatywnych regulujących działalność innych podmiotów o podobnym profilu działalności. W dalszej części pracy model ten będzie określany jako „model reglamentacyjny”.

---

<sup>297</sup> Rozwiązanie takie funkcjonuje we Francji, gdzie przepisy dotyczące SIIC są częścią Francuskiego kodeksu podatkowego lub w Wielkiej Brytanii, gdzie przepisy odnoszące się do UK-REIT zostały włączone do Corporation Tax Act of 2010 (<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/4/part/12>), (dostęp 30.11.2025 r.). Natomiast w przypadku Hiszpanii, w której również obowiązuje omawiany model podatkowy, regulacja SOCIM została wyłączona do oddzielnej ustawy Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

<sup>298</sup> S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 7; M. Janicka, *Wpływ procesów prywatyzacyjnych na rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Lata 1990-1996*, „Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica” 2000, nr 151, s. 8 i nast.

<sup>299</sup> Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu nie stanowi jednej z wyróżnionych cech modelu REIT o charakterze obligatoryjnym, jednak jest powszechny w analizowanym prawodawstwie państw europejskich i doznaje nielicznych odstępstw.

Ponadto, poza dwoma przedstawionymi modelami głównymi, wyróżnić można funkcjonujący w stopniu marginalnym model, w którym dostęp do działalności jako podmiot typu REIT nie jest powiązane z obowiązkiem dokonania zgłoszenia do organów podatkowych lub uzyskania zezwolenia, a jedynie ze zmianą wpisu w rejestrze handlowym lub jego odpowiedniku. Ustawa określa wtedy, na którym z organów ciąży obowiązek kontroli w zakresie realizacji przez podmiot wymogów zwolnienia podatkowego. Dla zachowania przejrzystości model ten będzie określany jako „model rejestrowy”. Zestawienie sposobów uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT w poszczególnych krajach europejskich prezentuje poniższa tabela.

**Tabela nr 3.** Sposoby uzyskania dostępu do działalności jako podmiot typu REIT.

<b>Państwo</b>	<b>Sposób dostępu do działalności jako podmiot typu REIT</b>	<b>Właściwy organ</b>
Holandia	Dokonanie odpowiedniego wyboru w zeznaniu podatkowym w podatku dochodowym od osób prawnych	Holenderski Urząd Skarbowy ( <i>Belastingdienst</i> )
Belgia	Zezwolenie	Komisja Rynku Finansowego i Usług Finansowych ( <i>L'Autorité des services et marchés financiers</i> )
Grecja	Zezwolenie	Grecka Komisja Rynku Kapitałowego ( <i>Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς</i> )
Francja	Deklaracja złożona przed końcem czwartego miesiąca roku podatkowego, w którym spółka chce skorzystać z systemu opodatkowania SIIC	Generalna Dyrekcja Finansów Publicznych ( <i>Direction générale des finances publiques</i> )
Bułgaria	Zezwolenie	Komisja Nadzoru Finansowego ( <i>Комисията за финансов надзор</i> )
Niemcy	Uzyskanie wpisu w rejestrze handlowym ( <i>Handelsregister</i> )	sądy rejestrowe ( <i>registergericht</i> )
Włochy	Dokonanie odpowiedniego wyboru w zeznaniu podatkowym składanym w okresie podatkowym poprzedzającym okres, od którego podatnik zamierza skorzystać ze szczególnych reguł opodatkowania	Urząd Skarbowy ( <i>Agenzia delle Entrate</i> )
Wielka Brytania	Zawiadomienie o wyborze formy opodatkowania złożone przed rozpoczęciem okresu podatkowego, od którego ma obowiązywać wraz z oświadczeniem o realizacji wymogów	Urząd Skarbowy i Celný Jego Królewskiej Mości ( <i>His Majesty's Revenue and Customs</i> )
Luksemburg	Zezwolenie	Komisja Nadzoru Sektora Finansowego ( <i>Commission de Surveillance du Secteur Financier</i> )
Litwa	Zezwolenie	Bank Litwy ( <i>Lietuvos bankas</i> )
Hiszpania	Zgłoszenie o wyborze formy opodatkowania	Państwowa Agencja

	przed upływem trzech ostatnich miesięcy przed zakończeniem okresu rozliczeniowego	Administracji Skarbowej ( <i>Agencia Estatal de Administración Tributaria</i> )
Finlandia	Wniosek o ulgę podatkową złożony do końca roku podatkowego, w którym ma zostać zastosowana	Urząd Skarbowy ( <i>Verohallinto</i> )
Węgry	Rejestracja przez organy podatkowe po złożeniu zgłoszenia	Krajowy Urząd Podatkowy i Celny ( <i>Nemzeti Adó-és Vámhivatal</i> )
Irlandia	Złożenie zawiadomienia określającego datę, od której spółka ma korzystać ze statusu podatkowego	Komisarz Skarbowy ( <i>Revenue Commissioner</i> )
Portugalia	Dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym oraz odpowiednia zmiana w rejestrze	Instytut Rejestracji i Notariatu ( <i>Instituto dos Registos e do Notariado</i> )

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Analiza przedstawionego zestawienia wskazuje, że najbardziej rozpowszechniony w ustawodawstwach europejskich jest model podatkowy, który w różnych odmianach funkcjonuje w ośmiu państwach. W przypadku Holandii, będącej prekursorem w przyjmowaniu rozwiązań amerykańskich, przepisy regulujące działalność FBI zostały włączone do ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, potwierdzając tym samym oparcie ich funkcjonowania o model podatkowy<sup>300</sup>. Co do zasady, podmiot może zostać uznany za FBI dokonując odpowiedniego wyboru w zeznaniu podatkowym składanym po zakończeniu danego roku podatkowego. W takim przypadku zostaje on uznany za FBI począwszy od kolejnego roku podatkowego po złożeniu wspomnianej deklaracji<sup>301</sup>. Rozwiązanie to nawiązuje do regulacji obowiązującej w Stanach Zjednoczonych Ameryki, gdzie podmiot jest uznawany za REIT, jeżeli złoży wraz ze swoim zeznaniem za rok podatkowy deklarację o wyborze tej formy rozliczania lub dokonał takiego wyboru za poprzedni rok podatkowy, a wybór ten nie został odwołany lub podmiot nie utracił praw do skorzystania z niego<sup>302</sup>.

<sup>300</sup> Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z 1969 r., artykuł 28-29.

<sup>301</sup> Podatek od osób prawnych, podatek od dywidend; fiskalna instytucja inwestycyjna; zastosowanie art. 28 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych z 1969 r. (*Vennootschapsbelasting, dividendbelasting; fiscale beleggingsinstelling; toepassing artikel 28 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969*), (<https://wetten.overheid.nl/BWBR0049794/2024-06-11#inklapbaar-slotformulier-en-ondertekening>), (dostęp: 30.11.2025 r.); Istnienie możliwość złożenia wniosku do właściwego urzędu skarbowego o wydanie decyzji uprawniającej do uzyskania preferencyjnego opodatkowania już od początku roku, w którym nastąpiło spełnienie ustawowych przesłanek zwolnienia. Po przedstawieniu dokumentów potwierdzających realizację wymogów ustawowych, uprawniony inspektor skarbowy rozpatruje wniosek wydając właściwą decyzję.

<sup>302</sup> IRC, Title 26 U.S.C., Sec. 856(c)(1).

W przypadku Francji regulacje dotyczące SIIC również zostały włączone do ogólnego kodeksu podatkowego, w ramach sekcji dotyczącej zakresu stosowania podatku od zysków spółek i innych osób prawnych oraz przewidzianych w tym przypadku zwolnień i reżimów szczególnych<sup>303</sup>. Zgodnie z tamtejszą ustawą, deklarację o skorzystaniu z przewidzianych rozwiązań należy złożyć najpóźniej przed końcem czwartego miesiąca od początku roku podatkowego, w którym spółka chce podlegać temu systemowi<sup>304</sup>. Przepisy wykonawcze (dekret) określają szczegółowe warunki skorzystania z przewidzianych zwolnień oraz obowiązki sprawozdawcze podmiotów podlegających reżimowi. Podobne założenie przyjmuje również brytyjska ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych. Zawiadomienie spółki o zamiarze rozliczania się na zasadach przewidzianych dla UK-REIT powinno zostać złożone na piśmie do właściwego urzędu skarbowego wraz ze wskazaniem daty, od której zasady te mają obowiązywać<sup>305</sup>. Spółka składa również oświadczenie, że w sposób racjonalny można oczekiwać spełniania przez nią przewidzianych prawem wymogów przez cały okres rozliczeniowy<sup>306</sup>. Spółka składająca zawiadomienie działa jako UK-REIT od daty określonej w zawiadomieniu, przy czym nie może być to data poprzedzająca dzień złożenia tego zawiadomienia<sup>307</sup>. Możliwość funkcjonowania jako UK-REIT przysługuje spółce nieprzerwanie, a jej utrata może nastąpić w sposób automatyczny lub w wyniku decyzji wydanej przez upoważnionego pracownika urzędu skarbowego, w zależności od charakteru naruszeń<sup>308</sup>.

W przypadku Hiszpanii, w której działalność SOCIMI również oparta jest na modelu podatkowym, inaczej niż w przedstawionych wyżej przykładach regulacja nie stanowi części ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (*Ley del impuesto sobre sociedades*), lecz została wyłączona do osobnego aktu prawnego, jakim jest ustawa nr 11/2009 z dnia 26 października regulująca notowane spółki inwestycyjne na rynku nieruchomości<sup>309</sup>. Hiszpańska SOCIMI w celu skorzystania z preferencyjnych zasad opodatkowania musi powziąć odpowiednią uchwałę na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy oraz przedłożyć zgłoszenie do Delegatury Państwowej Agencji Administracji Skarbowej

---

<sup>303</sup> Francuski kodeks podatkowy, artykuł 208c(III).

<sup>304</sup> *Ibidem*.

<sup>305</sup> Corporation Tax Act 2010, Part 12, Chapter 2, § 524, 525.

<sup>306</sup> *Ibidem*.

<sup>307</sup> *Ibidem*, Part 12, Chapter 2, § 525(1)(b).

<sup>308</sup> *Ibidem*, Part 12, Chapter 9, § 570, 571, 578.

<sup>309</sup> Ustawa 11/2009 z 26 października, regulująca spółki akcyjne notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości, (Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), (<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2009-17000>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

właściwej ze względu na siedzibę spółki, przed upływem trzech ostatnich miesięcy poprzedzających zakończenie okresu rozliczeniowego. Nowe zasady opodatkowania są w tym przypadku stosowane w okresie rozliczeniowym kończącym się po złożeniu zawiadomienia oraz w kolejnych kończących się przed zawiadomieniem o rezygnacji ze stosowania tych przepisów<sup>310</sup>.

Znacznej popularności modelu podatkowego w Europie można upatrywać w kilku podstawowych czynnikach. Jak wcześniej wskazano, rozwiązanie to jest odzwierciedleniem oryginalnej koncepcji wypracowanej w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Główne korzyści z inwestowania za pośrednictwem podmiotów typu REIT wynikają z przewidzianych prawem zwolnień podatkowych likwidujących lub ograniczających w znaczący sposób zjawisko podwójnego opodatkowania. Intuicyjnym rozwiązaniem jest więc przestrzeganie przepisów dotyczących funkcjonowania podmiotów typu REIT wyłącznie jako szczególnej instytucji prawa podatkowego. Skoro realizacja przez pozostałych wymogów ustawowych jest warunkiem determinującym skorzystanie z preferencyjnych zasad opodatkowania, rozwiązaniem racjonalnym oraz najbardziej efektywnym jest skonsolidowanie uprawnień związanych z ich weryfikacją w ramach zadań organów administracji podatkowej.

Patrząc z perspektywy uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT w opisanym modelu podatkowym, jako przykład z krajowego porządku prawnego, w którym można upatrywać pewnych analogicznych rozwiązań jest uregulowana w art. 1a u.p.d.o.p. podatkowa grupa kapitałowa. Podatkowa grupa kapitałowa jest grupą co najmniej dwóch spółek prawa handlowego mających osobowość prawną, które pozostają w określonych prawem związkach kapitałowych, a po zarejestrowaniu tworzą szczególną konstrukcję funkcjonującą wyłącznie dla celów wspólnego rozliczania podatku dochodowego od osób prawnych<sup>311</sup>. Utworzenie podatkowej grupy kapitałowej wiąże się z koniecznością spełnienia warunków, takich jak odpowiedni przeciętny kapitał zakładowy przypadający na każdą z tych spółek (nie niższy niż 250 tys. zł), posiadanie przez spółę dominującą bezpośredniego 75% udziału w kapitale zakładowym spółki lub spółek zależnych, a także brak zaległości we wpłatach podatków stanowiących dochód państwa<sup>312</sup>. Spółki powiązane w przedstawionej wyżej strukturze holdingowej mogą

---

<sup>310</sup> *Ibidem*, artykuł 8.

<sup>311</sup> K. Cień, [w:] *Prawo finansowe. Wybrane zagadnienia*, red. A. Hanusz, Warszawa 2019, s. 295 i nast.; P. Małecki, M. Mazurkiewicz, *Komentarz do art. 1a u.p.d.o.p.*, [w:] *CIT. Podatki i rachunkowość. Komentarz*, Warszawa 2023, LEX.

<sup>312</sup> Por. art. 1a ust. 2 pkt 1 u.p.d.o.p.

zawrzeć umowę o utworzeniu podatkowej grupy kapitałowej, która podlega zgłoszeniu przez spółkę dominującą do właściwego według jej siedziby naczelnika urzędu skarbowego, co najmniej na czterdzieści pięć dni przed rozpoczęciem roku podatkowego<sup>313</sup>. Rejestracja umowy następuje w formie decyzji naczelnika urzędu skarbowego, a na spółce dominującej ciąży obowiązek sprawozdawczy dotyczące zgłaszania zmian w zakresie umowy powołującej grupę, zmian w kapitale zakładowym spółek oraz zmian w stanie faktycznym lub prawnym skutkujących naruszeniem warunków utworzenia grupy<sup>314</sup>.

Należy wskazać, że zarówno w przypadku podmiotów typu REIT działających w modelu podatkowym, jak i opisanej podatkowej grupy kapitałowej, kluczowe znaczenie ma właśnie proces właściwej rejestracji, a mówiąc szerzej powiadomienia organów podatkowych o chęci skorzystania z preferencyjnych zasad opodatkowania. Powiadomienie to może mieć charakter bardziej formalny, związany ze złożeniem odpowiedniego wniosku lub zawiadomienia wraz z wymaganą dokumentacją, tak jak ma to miejsce np. w Wielkiej Brytanii czy Hiszpanii lub mniej formalny, polegający na wskazaniu chęci rozliczania się na szczególnych warunkach w składanej deklaracji podatkowej, jak działa to m.in. w Holandii lub Stanach Zjednoczonych Ameryki<sup>315</sup>. Preferencyjne zasady opodatkowania nie są bowiem w tym przypadku stosowane automatycznie, a podmiot spełniający określone ustawowo warunki nie nabywa uprawnienia do skorzystania z nich z mocy prawa. Spółka prowadząca działalność umożliwiającą jej potencjalne skorzystanie z preferencji podatkowych wynikających z funkcjonowania w ramach norm realizujących postulaty modelu REIT, w wyniku kalkulacji ekonomicznej może nie być zainteresowana skorzystaniem z tego reżimu.

Drugi z wyróżnionych modeli uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT, określany mianem reglamentacyjnego, jest mniej rozpowszechniony w europejskich systemach prawnych i obecnie obowiązuje w 5 krajach, z tym zastrzeżeniem, że w przypadku Litwy i Luksemburga ponownie można mówić jedynie o funkcjonowaniu podmiotów REIT-like. W związku z powyższym dalsze rozważania

---

<sup>313</sup> W. Modzelewski, J. Pyssa, M. Lehmann-Ziaja, A. Dembiński, B. Kurant, *Komentarz do art. 1 u.p.d.o.p.*, [w:] *Komentarz od ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych*, red. W. Modzelewski, J. Pyssa, Warszawa 2024, Legalis; Por. art. 1a ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 1a ust. 4 u.p.d.o.p.

<sup>314</sup> Por. art. 1a ust. 5 oraz art. 1a ust. 8 u.p.d.o.p.

<sup>315</sup> W przypadku Stanów Zjednoczonych podmioty, które chcą być dla celów podatkowych traktowane jako REIT składają formularz 1120-REIT wskazując podstawowe dane, uzyskane przychody, odliczenia, posiadane kredyty, nałożone kary, zobowiązania podatkowe itd., Department of the Treasury, Internal Revenue Service, *2023 Instructions for Form 1120-REIT*, (<https://www.irs.gov/forms-pubs/about-form-1120-reit>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

ograniczone zostaną do zasad reglamentacji dostępu do prowadzenia działalności w modelu REIT obowiązujących w Belgii, Grecji oraz Bułgarii.

Belgia jest drugim po Holandii krajem europejskim, który zdecydował się wprowadzić do swojego ustawodawstwa modelu REIT. Pierwotnie wprowadzone w 1995 r. belgijskie podmioty typu REIT funkcjonowały w formie nieruchomościowych funduszy inwestycyjnych (fr. *s'investissement a capital fixe en immobiliere/* ndrl. *vastgoedbeleggingsvennootschap met vast kapitaal*). Transformacji formy prawnej ich działania dokonano w 2014 r.<sup>316</sup> Znaczący jest jednak fakt, że pomimo wczesnej implementacji, w przeciwieństwie do rozwiązań holenderskich, belgijskie SIRP nie są bezpośrednią adaptacją amerykańskich rozwiązań, co uwidacznia się już na etapie ich powstawania<sup>317</sup>. Zgodnie z obowiązującą obecnie belgijską ustawą, regulowaną spółkę nieruchomościową (*société immobilière réglementée publique* – SIRP) stanowi spółka utworzona na czas nieoznaczony, która wykonuje jeden lub więcej rodzajów działalności wskazanych w ustawie oraz która została zatwierdzona jako taka spółka przez belgijską Komisję Rynku Finansowego i Usług Finansowych<sup>318</sup>. Każda spółka, która zamierza prowadzić działalność jako SIRP musi złożyć do organu wniosek o wydanie zezwolenia zawierający dokumentację potwierdzającą realizację przewidzianych prawem wymogów, a organ ma uprawnienie do żądania przedstawienia wszelkich dodatkowych informacji niezbędnych do prawidłowej oceny wniosku<sup>319</sup>. Decyzja w przedmiocie rozpoznania wniosku o udzielenie zezwolenia powinna zostać wydana w ciągu trzech miesięcy od złożenia kompletnej dokumentacji. Belgijska Komisja Nadzoru jest odpowiedzialna za prowadzenie odpowiedniego rejestru i po wydaniu zezwolenia wpisuje podmiot na listę regulowanych spółek nieruchomościowych. Na SIRP ciąży obowiązek niezwłocznego powiadomienia o wszelkich zmianach wpływających na warunki wydania zezwolenia, a na podstawie przekazanych informacji organ na bieżąco bada czy nadal są one spełniane<sup>320</sup>.

---

<sup>316</sup> M.J. Marzuki, G. Newell, *The evolution of Belgium REITs*, „Journal of Property Investment & Finance” 2019, vol. 37, nr 4, s. 350; Zmiana przepisów dotyczących struktury prawnej belgijskich SIRP spowodowana była przyjęciem dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, zgodnie z którą wszystkie SICAFI byłyby automatycznie klasyfikowane jako alternatywne fundusze inwestycyjne, co uważano za niezgodne z pierwotnym zamiarem i istotą funkcjonowania SIRP.

<sup>317</sup> *Ibidem*, s. 346.

<sup>318</sup> Ustawa z dnia 12 maja 2014 r. dotycząca regulowanych spółek nieruchomościowych, (Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées), artykuł 2 § 1, ([bit.ly/4p1bfaw](http://bit.ly/4p1bfaw)), (dostęp: 30.11.2025 r.); Fr. *L'Autorité des services et marchés financiers* (ang. *Financial services and markets authority*), (dalej: Belgijska Komisja Nadzoru)

<sup>319</sup> *Ibidem*, article 9.

<sup>320</sup> *Ibidem*, article 10.

Rozwiązania, które można zakwalifikować jako wpisujące się w model reglamentacyjny obowiązują również w Grecji, gdzie przepisy implementujące model REIT zostały przyjęte już w 1999 r. Zgodnie z obowiązującymi tam przepisami *Η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία* (ang. *real estate investment companies* – REIC) jest spółką akcyjną, której wyłącznym celem jest nabywanie nieruchomości i zarządzanie nimi oraz dokonywanie inwestycji na zasadach przewidzianych w ustawie<sup>321</sup>. Utworzenie i prowadzenie działalności jest możliwe po uzyskaniu zezwolenia od Greckiej Komisji Rynku Kapitałowego, która przy jego wydaniu ocenia organizację, zasoby techniczne i finansowe przedsiębiorstwa, wiarygodności i doświadczenie członków zarządu (w szczególności w zakresie inwestycji w nieruchomości oraz predyspozycji do zapewnienia należytego zarządzania przedsiębiorstwem) oraz istnienie wymaganych ustawowo zasad ładu korporacyjnego. Ponadto Grecka Komisja Rynku Kapitałowego może w drodze decyzji określić warunki i tryb, a także wszelkie kwestie techniczne i szczegółowe informacje niezbędne do wydania zezwolenia<sup>322</sup>. Wniosek o wydanie zezwolenia musi zawierać opis polityki inwestycyjnej oraz sposobów wykorzystania nieruchomości, w które spółka będzie inwestować swoje środki, w tym dane rynkowe, na których opiera się jej strategia, a także środki jakie zamierza wykorzystać aby osiągnąć założone cele<sup>323</sup>. Spółka jest zobowiązana do używania w obrocie numeru wydanego zezwolenia (licencji) pod swoją firmą<sup>324</sup>. Należy pamiętać także o greckich podmiotach typu REIT działających w oparciu o formę prawną funduszu inwestycyjnego *το αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας* (ang. *real estate mutual funds* – REMF). W ich przypadku utworzenie również uzależnione jest od uprzedniego uzyskania zezwolenia od greckiej Komisji Rynku Kapitałowego. Wniosek o wydanie zezwolenia na utworzenie REMF może zostać złożony przez spółkę zarządzającą funduszami inwestycyjnymi (odpowiednik krajowego TFI) oraz musi zawierać szczegółowy wykaz początkowych aktywów funduszu, oświadczenie instytucji kredytowej o wyrażeniu zgody na pełnienie funkcji depozytariusza, projekt regulaminu oraz szczegółowy opis polityki inwestycyjnej oraz sposobu wykorzystania nieruchomości, w które fundusz będzie inwestował swoje aktywa<sup>325</sup>.

---

<sup>321</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 21 ust. 1.

<sup>322</sup> *Ibidem*, artykuł 21 ust. 3.

<sup>323</sup> *Ibidem*, artykuł 21 ust. 4.

<sup>324</sup> *Ibidem*, artykuł 21 ust. 8.

<sup>325</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 5 ust. 1-2.; Cytowana grecka ustawa zawiera szczegółowe regulacje dotyczące wymogów jakie spełnić musi spółka, aby móc stać się spółką zarządzającą REMF. Zarządzanie REMF może być jedynym dopuszczalnym celem działalności tej spółki, a jej utworzenie również wiąże się z koniecznością uzyskania odpowiedniego zezwolenia oraz zaplecza finansowo-organizacyjnego zapewniającego rękojmię należytego zarządzania spółką.

Państwem, którego przepisy również wpisują się w opisywany model reglamentacyjny jest Bułgaria. Pierwszą ustawę wprowadzającą zasady działalności w modelu REIT przyjęto tam już w 2004 r. Był to zatem piąty kraj w Europie, który zdecydował się na wprowadzenie tego modelu. Obecnie pierwotna ustawa o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego (ang. *special purpose investment companies* - SPIC/ buł. дружествата със специална инвестиционна цел) została zastąpiona przez ustawę z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego i spółkach sekurytyzacyjnych<sup>326</sup>. Spółka specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego oznacza spółkę akcyjną, która na warunkach i w trybie określonym w ustawie inwestuje środki uzyskane w drodze emisji papierów wartościowych w nieruchomości lub wierzytelności<sup>327</sup>. Założyciele spółki występujący w liczbie nie większej niż pięćdziesiąt osób, w terminie siedmiu dni od dnia uzyskania wpisu do rejestru handlowego zgłaszają ten fakt bułgarskiej Komisji Nadzoru Finansowego. Wniosek o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności jako SPIC spółka składa nie później niż w terminie sześciu miesięcy od dnia wpisu do rejestru handlowego<sup>328</sup>. Złożenie wniosku następuje na urzędowym formularzu, do którego dołącza się m.in. status spółki, prospekt emisyjny, dokumenty potwierdzające spełnianie wymagań przez członków organów zarządzających, umowę z bankiem depozytariuszem, opis zasad zarządzania ryzykiem, dowody istnienia niezbędnej organizacji i zasobów do prowadzenia działalności, a w przypadku działalności, która nie może być wykonywana bezpośrednio przez SPIC, umowy o powierzenie wykonywania tej działalności podmiotom trzecim<sup>329</sup>. Komisja w terminie miesiąca od dnia otrzymania wniosku w drodze decyzji wydaje zezwolenie oraz jednocześnie zatwierdza prospekt emisyjny.

W przypadku stwierdzenia przez komisję niespełnienia warunków wydania zezwolenia, podania danych nieprawdziwych oraz w przypadku stwierdzenia, że interesy inwestorów są w inny sposób zagrożone, bułgarska Komisja Nadzoru Finansowego odmawia wydania zezwolenia, a decyzja w tym przedmiocie co do zasady musi posiadać uzasadnienie. Wydanie decyzji odmownej, czy to z powodu niespełnienia wymagań, czy

---

<sup>326</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego i spółkach sekurytyzacyjnych, (Закон от 25 февруари 2021 г. за дружествата със специална инвестиционна цел и за дружествата за секюритизация), (<https://dv.parliament.bg/DVWeb/showMaterialDV.jsp?id-Mat=156333>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>327</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 4 ust. 1.

<sup>328</sup> *Ibidem*, artykuł 6 ust. 1-3.

<sup>329</sup> *Ibidem*, artykuł 11 ust. 1; Bułgarskie SPIC nie mogą bezpośrednio prowadzić działalności związanej z budową i ulepszaniem nabywanych nieruchomości, wobec czego spółka zmuszona jest powierzyć prowadzenie takich przedsięwzięć podmiotowi zewnętrznemu działającemu w formie spółki handlowej. Powierzenie odbywa się na mocy pisemnej umowy.

też niedochowania terminu do złożenia wniosku, wiąże się z przesłaniem ostatecznej decyzji odmownej do organu prowadzącego rejestr handlowy w celu wykreślenia z przedmiotu działalności spółki, działalności prowadzonej jako SPIC oraz wykreślenia dodatkowego oznaczenia zawartego w firmie spółki<sup>330</sup>. Należy zauważyć, że spółka już na etapie jej tworzenia i wpisu do rejestru musi zdecydować o chęci funkcjonowania jako SPIC oraz obowiązana jest stosować związane z tym statusem dodatkowe określenie w swojej nazwie. Ostatecznie, możliwość działania jako SPIC jest jednak zależna od zezwolenia wydawanego przez bułgarską Komisję Nadzoru Finansowego. Kluczowy dla dalszej działalności SPIC jest więc moment uzyskania zezwolenia, a nie wpisu do rejestru handlowego, gdyż w przypadku decyzji odmownej, będzie ona traktowana, jak zwykła spółka akcyjna.

Wpis do rejestru handlowego lub odpowiednika tego rejestru istotniejszą rolę odgrywa w ostatnim z wyróżnionych modeli, tj. modelu rejestrowym, funkcjonującym w Portugalii i Niemczech. Portugalski dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. stanowi, że dla uzyskania statusu spółki inwestującej i zarządzającą nieruchomościami (*sociedades de investimento e gestão imobiliária* – SIGI) pierwszorzędne znaczenie ma proces utworzenia spółki akcyjnej zgodnie z przewidzianymi w nim wymaganiami oraz uzyskania wpisu w rejestrze handlowym<sup>331</sup>. Podobnie w przypadku spółki akcyjnej spełniającej wymogi dekretu z mocą ustawy, która chce zostać przekształcona w SIGI, przekształcenie to odbywa się w drodze zmiany statutu uchwałą walnego zgromadzenia akcjonariuszy, a przekształcenie staje się skuteczne pierwszego dnia okresu podatkowego następującego po dniu rejestracji zmian statutu<sup>332</sup>. Wymogiem szczególnie istotnym w przypadku SIGI, jest obowiązek dopuszczenia w terminie jednego roku od daty wpisu w rejestrze handlowym akcji reprezentujących cały kapitał zakładowy do obrotu na rynku regulowanym lub wielostronnej platformie obrotu działającej w Portugalii lub innym państwie członkowskie UE lub EOG<sup>333</sup>. Zaznaczyć należy, że cała procedura i wszelkie formalności związane z pierwszą ofertą publiczną i dopuszczeniem akcji do obrotu na rynku regulowanym, same w sobie w sposób bezpośredni nie decydują o możliwości działania jako SIGI. Podobnie jak w przypadku innych wymogów, uchybienie

---

<sup>330</sup> *Ibidem*, artykuł 11 ust. 4-6 w zw. z art. 14 ust. 1-3.

<sup>331</sup> Dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. zatwierdzający reżim dla spółek inwestycyjnych i zarządzających nieruchomościami, artykuł 4, (*Decreto-Lei n.º 19/2019 de 28 de janeiro 2019 aprova o regime das sociedades de investimento e gestão imobiliária*), (<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/2019-118540973>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>332</sup> *Ibidem*, artykuł 5 ust. 2 i 3.

<sup>333</sup> *Ibidem*, artykuł 9 ust. 1.

realizacji któregokolwiek z nich w zakresie przewidzianym w dekreście z mocą ustawy powoduje utratę statusu SIGI w chwili ich zaistnienia i z mocy prawa. Na zarządzie spółki (a w przypadku braku prawidłowego realizowania tych obowiązków na powołanym w spółce organie nadzorczym) ciąży obowiązek zawiadomienia organu zarządzającego rynkiem regulowanym oraz organów podatkowych o zaistnieniu zdarzenia skutkującego utratą możliwości prowadzenia działalności jako SIGI<sup>334</sup>.

Również w przypadku regulacji niemieckiej możliwość prowadzenia działalności w modelu REIT jest powiązana z dokonaniem odpowiedniego wpisu dotyczącego firmy spółki w rejestrze handlowym. Spółka akcyjna, która spełnia wymogi ustawowe i chce prowadzić działalność jako *Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen*, musi w swojej nazwie zawrzeć oznaczenie *REIT-Aktiengesellschaft* lub jego skrót REIT-AG. Oznaczeniem takim mogą posługiwać się wyłącznie spółki akcyjne REIT-AG w rozumieniu ustawy oraz spełniające przewidziane w niej wymogi. Firma REIT-AG musi zostać wpisana do rejestru handlowego, a wpisu tego dokonuje się w sądzie rejestrowym właściwym ze względu na siedzibę spółki<sup>335</sup>. Ustawa niemiecka wskazuje wprost, że początkiem zwolnienia podatkowego przewidzianego dla REIT-AG jest początek roku obrotowego, w którym spółka została zarejestrowana w rejestrze handlowym pod zmienioną firmą. Z kolei moment wygaśnięcia zwolnienia podatkowego zależy od zdarzenia, które to wygaśnięcie spowodowało i tak np. w przypadku utraty prawa dopuszczenia akcji spółki do obrotu giełdowego zwolnienie wygasa z końcem roku obrotowego poprzedzającego utratę dopuszczenia, a w przypadku niespełnienia wymogów dotyczących minimalnego poziomu kapitałów własnych oraz maksymalnego poziomu zadłużenia w ciągu trzech kolejnych lat obrotowych, zwolnienie wygasa z końcem trzeciego roku obrotowego<sup>336</sup>.

W przypadku ostatniego z opisywanych modeli, uzyskanie możliwości działania jako podmiot typu REIT wiąże się przed wszystkim z koniecznością dokonania wpisu we właściwym rejestrze handlowym. Organ administracji skarbowej nie jest więc bezpośrednio zaangażowany tę procedurę, a jedynie kontroluje w sposób następczy realizację ustawowych wymogów koniecznych do uzyskania zwolnienia. W modelu podatkowym oraz

---

<sup>334</sup> *Ibidem*, artykuł 1 ust. 1-3; Członkowie organów spółki ponoszą wobec akcjonariuszy odpowiedzialność za wszelkie szkody wyrządzone im bezpośrednio w wyniku utraty przez spółkę statusu SIGI.

<sup>335</sup> Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, § 6-§ 8, (*Gesetz über deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen vom 28. Mai 2007*), (Niemcy), ([bit.ly/48T7wX7](http://bit.ly/48T7wX7)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>336</sup> *Ibidem*, § 17 i § 18.

modelu reglamentacyjnym to czynności dokonywane przed organem skarbowym lub organem administracji gospodarczej decydują o możliwości działania jako podmiot typu REIT, a organy te są następnie uprawnione do wspomnianej weryfikacji. Szersze uwagi na temat kontroli i nadzoru nad działalnością podmiotów typu REIT poczynione zostaną w dalszej części pracy.

### 2.3.2. Reglamentacja działalności gospodarczej w polskim porządku prawnym

Przejdźcie do omówienia krajowych propozycji dotyczących uzyskania możliwości prowadzenia działalności w modelu REIT i zestawienia projektowanych rozwiązań z modelami funkcjonującymi w innych państwach europejskich, wymaga poczynienia ogólnych uwag odnoszących się do zasad działania administracji gospodarczej, funkcji jakie administracja ta realizuje oraz obowiązujących w polskim porządku prawnym form reglamentacji działalności gospodarczej. Wstępnie należy wskazać, że koncepcja dotycząca zasad uzyskania szczególnego statusu rynkowego, mimo iż w trakcie prac nad projektami ustaw o SRWN I, SRWN II oraz FINN ulegała zmianie, to ewoluowała w kierunku opisanego wyżej modelu reglamentacyjnego, w którym zagadnienia te odgrywają rolę szczególną.

W świetle przedstawionych w poprzednim podrozdziale uwag dotyczących funkcjonującego w wybranych państwach europejskich modelu reglamentacyjnego, celowe wydaje się powierzenie zadań z zakresu weryfikacji wymogów ustawowych oraz nadzoru nad ich realizacją administracji gospodarczej. Administrację gospodarczą traktować należy jako wyodrębniony element administracji publicznej<sup>337</sup>. Wyodrębnienie administracji gospodarczej, jak i samo jej pojęcie nie znajduje jednak oparcia normatywnego, a jest jedynie koncepcją wypracowaną przez naukę przedmiotu<sup>338</sup>.

Pojęcie administracji gospodarczej można postrzegać w znaczeniu przedmiotowym, będącym skutkiem klasyfikacji przewidzianej przepisami prawa działalności organów administracji publicznej jako działalności ingerującej w sferę gospodarki<sup>339</sup>. Druga

---

<sup>337</sup> P. Ruczkowski, [w:] *Publiczne prawo gospodarcze*, red. T. Długosz, K. Oplustil, Warszawa 2023, s. 96; P. Lissoń, *Funkcje administracji gospodarczej a wyspecjalizowane organy administracji (ze szczególnym uwzględnieniem organów niezależnych od rządu)*, [w:] *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, Poznań 2006, s. 87.

<sup>338</sup> C. Banasiński, [w:] *Prawo gospodarcze. Aspekty publicznoprawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, Warszawa 2020, s. 103; P. Lissoń, *Funkcje administracji...*, s. 87.

<sup>339</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 122; C. Banasiński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 103.

koncepcja opiera się na ujęciu podmiotowym, w którym administracja gospodarcza oznacza całokształt organów administracji publicznej oraz podmiotów publicznoprawnych, realizujących na podstawie przepisów prawa zadania polegające na ingerencji publicznej w gospodarkę<sup>340</sup>. Skupiając się na podmiotach, które realizują określone kompetencje względem gospodarki, można spotkać się z ujęciem szerokim oraz ujęciem wąskim administracji gospodarczej<sup>341</sup>. Zgodnie z ujęciem wąskim administracja gospodarcza to całokształt organów i instytucji administracji publicznej, których zadania i kompetencje obejmują wyłącznie sprawy gospodarcze<sup>342</sup>. Pogląd zakładający przynależność do administracji gospodarczej organów lub instytucji zajmujących się wyłącznie sprawami gospodarczymi jest jednak odosobniony, gdyż ustawodawca powierza zadania z zakresu administracji wielu organom o właściwości, a wyspecjalizowane w całkowicie innej materii organy mogą realizować zadania wpływające chociażby pośrednio na prowadzenie działalności gospodarczej<sup>343</sup>. Z kolei organy wyspecjalizowane w zakresie administracji gospodarczej to działające w różnych formach i realizujące różne funkcje organy administracji, do których można zaliczyć m.in.<sup>344</sup>:

- 1) centralne organy administracji: np. Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Prezes Urzędu Regulacji Energetyki, Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej, Prezes Urzędu Transportu Kolejowego, Prezes Urzędu Zamówień Publicznych (a także najistotniejsza z punktu widzenia pracy Komisja Nadzoru Finansowego);

---

<sup>340</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 123;

<sup>341</sup> P. Lissoń, *Funkcje administracji...*, s. 88;

<sup>342</sup> *Ibidem*, s. 88; S. Hoc, *Prawo administracyjne gospodarcze. Wybrane Zagadnienia*, Warszawa 2005, s. 49.

<sup>343</sup> P. Ruczkowski, [w:] *Publiczne prawo gospodarcze...*, s. 124; P. Lissoń, *Funkcje administracji...*, s. 88; S. Hoc, *Prawo administracyjne...*, s. 71 i nast.; Jako przykład organów o właściwości ogólnej realizujących zadania z zakresu administracji gospodarczej wskazać można m.in., wójtów, burmistrzów i prezydentów miast, którzy pomimo określonej ustawowo roli organów wykonawczych jednostek samorządu terytorialnego wykonują również zadania i kompetencje wpływające na prowadzenie działalności gospodarczej, na przykład wydawanie zezwoleń na sprzedaż alkoholu na podstawie art. 18 ust. 1 ustawy z dnia 26 października 1982 r. o wychowaniu w trzeźwości i przeciwdziałaniu alkoholizmowi (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 2151 z późn. zm.). Przykładem organu wyspecjalizowanego w innej sferze, który zaliczyć można do administracji gospodarczej zdaniem S. Hoca jest np. Prezes Urzędu Patentowego czy Prezes Państwowej Atomistyki.

<sup>344</sup> P. Lissoń, *Funkcje administracji...*, s. 98 i nast.; S. Hoc, *Prawo administracyjne...*, s. 71 i nast.; C. Banasiński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 111 i n; Pamiętać należy, że wiele organów administracji centralnej, terenowej, czy agencji rządowych realizuje zadania oddziałujące na gospodarkę, jednak z uwagi na inne powierzone im zadania, te dotyczące administracji gospodarczej stanowią jedynie niewielki element działalności organu np. powierzenie danemu organowi kompetencji w zakresie policji gospodarczej.

- 2) terenowe organy administracji zespolonej: np. wojewódzki inspektor farmaceutyczny, wojewódzki inspektor inspekcji handlowej, wojewódzki inspektor jakości handlowej artykułów rolno-spożywczych;
- 3) agencje rządowe: np. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości.

Trzecie ujęcie w zakresie postrzegania administracji gospodarczej określane mianem funkcjonalnego, skupia się na realizowaniu w zakresie i kształcie wyznaczonym przez prawo gospodarcze publiczne funkcji ingerencji publicznej w gospodarkę, bez względu na zakres i charakter podmiotów uczestniczących w realizacji tych zadań<sup>345</sup>. Ujęcie funkcjonalne administracji gospodarczej jest bez wątpienia ujęciem najszerszym, gdyż nie ogranicza tej administracji jedynie do podmiotów publicznoprawnych, zakładając możliwość powierzenia określonych zadań podmiotom prywatnym<sup>346</sup>.

Mówiąc o ujęciu funkcjonalnym administracji gospodarczej, chociażby skrótowo należy odnieść się do samych funkcji administracji gospodarczej, stanowiących skonkretyzowane przez pryzmat przedmiotu regulacji funkcje administracji w ogólności<sup>347</sup>. Zadanie to jest o tyle trudne, że pojęcie „funkcji” zarówno w naukach prawnych, jak i innych naukach społecznych nie jest rozumiane jednolicie<sup>348</sup>. Zdaniem M. Górskiego zadania istnieją w sposób obiektywny, jeśli zostały wyznaczone normatywnie, funkcje zaś istnieją realnie o tyle, o ile wytyczone zadania są w rzeczywistości realizowane - to jest, administracja osiąga założone cele<sup>349</sup>. M. Górski pojęcie funkcji rozumie jako zakres powtarzających się działań, zaś pojęcie funkcji administracji, jako wykonywanie jej zadań mające realizować cele wynikające z celów państwa<sup>350</sup>.

Funkcje administracji, w tym administracji gospodarczej są więc nierozzerwalnie związane z realizacją ogólnie założonych celów i sprecyzowanych zadań powierzonym określonym podmiotom mających doprowadzić do ich realizacji. Dla wyodrębnienia

---

<sup>345</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 124 i nast.; Ruczkowski, [w:] *Publiczne prawo gospodarcze...*, s. 99.

<sup>346</sup> S. Hoc, *Prawo administracyjne...*, s. 49

<sup>347</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze. Aspekty publicznoprawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, Warszawa 2020, s. 191.

<sup>348</sup> B. Popowska, *Klasyfikacja funkcji administracji w nauce publicznego prawa gospodarczego*, [w:] *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, Poznań 2006, s. 63 i nast.; M. Borucka-Arctowa, [w:] *Społeczne poglądy na funkcje prawa*, red. M. Borucka-Arctowa, Wrocław 1982, s. 7; M. Borucka-Arctowa w przytaczanej pracy zbiorowej jako najczęściej występujące znaczenia określenia „funkcje” w naukach prawnych wymienia: a) podstawowe kierunki działalności (aktywności) określonej organizacji, instytucji, b) cele działania, c) sposoby, metody, środki dla realizacji celów, d) zespół następstw, skutków społecznych wywołanych przez działanie określonej organizacji, instytucji bądź przez oddziaływanie określonego systemu normatywnego.

<sup>349</sup> M. Górski, *Pojęcia - „funkcje administracji państwowej” i „zadania administracji państwowej”*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Iuridica” 1992, nr 52, s. 170 i nast.

<sup>350</sup> *Ibidem*, s. 170 i nast.

kategorii funkcji administracji gospodarczej kluczowe znaczenie ma przyjęty w państwie ustroj gospodarczy i wynikające z przyjęcia tego ustroju powinności państwa względem gospodarki<sup>351</sup>. W przypadku Polski, zgodnie z regulacją rangi konstytucyjnej społeczna gospodarka rynkowa oparta na wolności działalności gospodarczej, własności prywatnej oraz solidarności i współpracy partnerów społecznych stanowi podstawę ustroju gospodarczego Rzeczypospolitej Polskiej<sup>352</sup>. Społeczna gospodarka rynkowa czy też dążenie do ukształtowania gospodarki rynkowej w sposób odzwierciedlający konieczność uwzględnienia czynników społecznych i odejścia od czysto liberalnego traktowania ustroju gospodarczego, będą wyznaczały funkcje administracji gospodarczej<sup>353</sup>. Na definiowanie funkcji administracji gospodarczej wpływają również inne normy znajdujące oparcie w Konstytucji RP m.in.: zasada demokratycznego państwa prawnego, ochrona pracy i warunków jej wykonywania, dopuszczalny zakres ograniczenia wolności działalności gospodarczej, ochrona konsumentów czy też ochrona środowiska, które w zmieniających się realiach społeczno-gospodarczych nabierają nowego znaczenia<sup>354</sup>.

Wspomniana zmienność znacznie utrudnia stworzenie jednolitego katalogu funkcji administracji gospodarczej<sup>355</sup>. Zdaniem K. Jaroszyńskiego funkcje administracji gospodarczej nie obejmują wszystkich rodzajów aktywności państwa wobec gospodarki, a związane są wyłącznie z realizacją władzy wykonawczej<sup>356</sup>. W przypadku administracji wykonywanej jako fragment władzy wykonawczej, dotyczący władczej i bezpośredniej ingerencji w prawa i obowiązki przedsiębiorcy, jako trzy podstawowe funkcje wyróżnia funkcję regulacyjną, reglamentacyjną i funkcję nadzoru gospodarczego<sup>357</sup>. Z kolei jako wyraz pośredniej ingerencji administracji w gospodarkę, w której założone cele osiągnąć są z wykorzystaniem środków niewładczych autor ten wyróżnia funkcję stymulacyjną<sup>358</sup>.

C. Kosikowski w zakresie poruszanej problematyki pisze o wykonywaniu funkcji

---

<sup>351</sup> T. Rabska, *Gospodarka rynkowa i jej zasady*, [w:] *Konstytucja i gospodarka*, red. P. Kaczanowski, Warszawa 1995, s. 80; K. Kiczka, *Funkcje administracji gospodarczej jako przedmiot badań*, [w:] *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, Poznań 2006, s. 56 i nast., P. Ruczkowski, [w:] *Publiczne prawo gospodarcze...*, s. 100.

<sup>352</sup> Art. 20 Konstytucji RP.

<sup>353</sup> K. Kiczka, *Funkcje administracji...*, s. 56

<sup>354</sup> *Ibidem*, s. 57; A. Żywicka, *W sprawie redefinicji funkcji administracji gospodarczej w warunkach społecznej gospodarki rynkowej (na przykładzie funkcji administracji miar)*, „*Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio G (Ius)*” 2017, vol. 64, nr 1, s. 267.

<sup>355</sup> Zestawienia prezentowanych w doktrynie katalogów funkcji administracji gospodarczej dokonała B. Popowska w cytowanym w pracy artykule *Klasyfikacja funkcji administracji w nauce publicznego prawa gospodarczego*.

<sup>356</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 198.

<sup>357</sup> *Ibidem*, s. 198.

<sup>358</sup> *Ibidem*, s. 232.

państwa wobec gospodarki, wśród których dostrzega projektowanie rozwoju makroekonomicznego (na które składa się prognozowanie, programowanie i planowanie gospodarcze), kształtowanie struktury gospodarki, tworzenie i utrzymywanie korzystnych warunków dla rozwoju przedsiębiorczości, reglamentację i regulację działalności gospodarczej oraz kontrolę i nadzór na działalnością gospodarczą<sup>359</sup> K. Strzyczkowski zauważając trudności w stworzeniu jednolitego katalogu funkcji administracji gospodarczej, które wynikają z ogólnej dynamiki rozwoju oraz silnych związków i zależności pomiędzy poszczególnymi funkcjami, wskazuje na konsekwencje i poprawność metodologiczną typizacji opartej o wyróżnienie funkcji interwencjonizmu restrykcyjnego oraz funkcji interwencjonizmu pozytywnego, doznające następnie dalszych szczegółowych podziałów<sup>360</sup>. Proponowany przez K. Strzyczkowskiego katalog funkcji administracji gospodarczej obejmuje: policję gospodarczą, reglamentację gospodarczą, regulację, nadzór gospodarczy, kontrolę gospodarczą, kierownictwo gospodarcze, planowanie gospodarcze oraz wspieranie gospodarki<sup>361</sup>.

Ramy pracy nie pozwalają na dokładne omówienie wszystkich wyróżnianych funkcji administracji gospodarczej. W związku z tym, dalsza analiza zostanie ograniczona do funkcji najbardziej relewantnych z punktu widzenia dalszego wyводу, tj. funkcji reglamentacyjnej (reglamentacji gospodarczej), która zostanie opisana poniżej oraz funkcji nadzorczej (nadzoru gospodarczego), której rozwinięcie nastąpi w podrozdziale dotyczącym nadzoru nad działalnością podmiotów typu REIT. W pozostałym zakresie należy odesłać do przytoczonej wyżej literatury.

Reglamentacja stanowi jedną z klasycznych funkcji przypisywanej administracji gospodarczej, przy czym pojęcie to nie jest zdefiniowane w prawie i nie ma określonej treści normatywnej, w związku z czym jest ona różnie definiowana w nauce<sup>362</sup>. Reglamentacja stanowi specyficzny rodzaj działalności państwa, polegający na stosowaniu zespołu środków prawnych o charakterze imperatywnym i mających na celu stworzenie konkretnych warunków niezbędnych do prawidłowego przebiegu organizowania stosunków gospodarczych<sup>363</sup>. Stanowi ona sferę restrykcyjnej działalności organów państwa, celem której jest preferencja i ochrona gospodarcza interesów zbiorowości i polega na ustanawianiu przez ograny państwa odpowiednich nakazów i zakazów, od których

---

<sup>359</sup> C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 123 i nast.

<sup>360</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 162.

<sup>361</sup> *Ibidem*, s. 162 i nast.

<sup>362</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 204; K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 166.

<sup>363</sup> C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 187.

spełnienia uzależniona jest możliwości skutecznej realizacji ich publicznych praw podmiotowych<sup>364</sup>. Relamentacja stanowi wyjątek od ustrojowej zasady wolności gospodarczej i wynika z istoty społecznej gospodarki rynkowej, zakładającej przyjęcie przez państwo współodpowiedzialności za stan gospodarki oraz łagodzenie społecznych skutków funkcjonowania gospodarki rynkowej<sup>365</sup>. Konstytucyjną podstawą wprowadzenia ograniczeń wolności działalności gospodarczej jest art. 22 Konstytucji RP, zgodnie z którym ograniczenie wolności działalności gospodarczej jest dopuszczalne tylko w drodze ustawy i tylko ze względu na ważny interes publiczny. Cytowany przepis stanowi umocowaną konstytucyjnie klauzulę ograniczającą, określającą w jakich sytuacjach i z wykorzystaniem jakich środków (w tym przypadku chodzi o regulację ustawową) państwo może podejmować działania lub zaniechania stanowiące przejaw ograniczenia wolności działalności gospodarczej<sup>366</sup>. „Ważny interes publiczny” uzasadniający wprowadzenie przez państwo ograniczeń wolności działalności gospodarczej jest pojęciem niedookreślonym, stanowiącym jednocześnie swego rodzaju klauzulę generalną odwołującą w swojej treści do zespołu wartości pozaprawnych<sup>367</sup>. Zgodnie z orzecnictwem TK każdy przypadek konieczności ochrony dóbr wskazanych w art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, tj. bezpieczeństwa państwa, porządku publicznego, ochrony środowiska, zdrowia i moralności publicznej oraz ochrony wolności i praw innych osób będzie mieścił się w pojęciu „ważnego interesu publicznego”, jednak nie ogranicza się ono wyłącznie do wskazanych wyżej wartości i stanowi podstawę do wprowadzenia właściwych ograniczeń w innych uzasadnionych przypadkach<sup>368</sup>. Zakres relamentacji gospodarczej i ingerencji państwa w sferę wolności gospodarczej nie jest więc jednolity i zależy od szeregu czynników, takich jak

---

<sup>364</sup> T. Kocowski, [w:] *Administracyjne prawo gospodarcze*, A. Borkowski, A. Chełmoński, M. Guziński, K. Kiczka, L. Kieres, T. Kocowski, M. Szydło, Wrocław 2009, s. 489; T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 103.

<sup>365</sup> R. Adamus, *Reglamentacja działalności gospodarczej – próba systematyki*, „Opolskie Studia Administracyjno-Prawne” 2013, XI/2, s. 10; T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 98.

<sup>366</sup> M. Szydło, *Wolność działalności gospodarczej jako prawo podstawowe*, Bydgoszcz–Wrocław 2011, s. 95; M. Szydło jako klauzulę ograniczającą wskazuje również przepis art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, zgodnie z którym ograniczenia w zakresie korzystania z konstytucyjnych wolności i praw mogą być ustanawiane tylko w ustawie i tylko wtedy, gdy są konieczne w demokratycznym państwie dla jego bezpieczeństwa lub porządku publicznego, albo wolności i praw innych osób. Ograniczenia te, nie mogą naruszać istoty i wolności praw. Zdaniem autora klauzula ta odnosi się do wolności działalności gospodarczej jedynie pośrednio, gdyż dotyczy wszystkich konstytucyjnych wolności i praw, a wprowadzane ograniczenia nie mogą być usprawiedliwiane wyłącznie na podstawie art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, bez względu na istnienie innych konstytucyjnych klauzul ograniczających odnoszących się do konkretnych wolności i praw.

<sup>367</sup> M. Szydło, [w:] *Konstytucja RP. Komentarz...*, s. 626; L. Leszczyński, *Konstytucyjne klauzule generalne – między konstrukcją legislacyjną a jej implementacją*, „Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej” 2022, nr 1, s. 49.

<sup>368</sup> M. Szydło, [w:] *Konstytucja RP. Komentarz...*, s. 626.

poziom rozwoju technologicznego, prawidłowość funkcjonowania gospodarki (np. niosący swoiste zagrożenia rozwój niektórych segmentów gospodarki lub przyjęta przez państwo polityka gospodarcza<sup>369</sup>.

Z punktu widzenia tematyki pracy jednym z obszarów wymagających ingerencji w sferę wolności gospodarczej jest rynek finansowy (w tym rynek kapitałowy), który odgrywa znaczącą rolę w prawidłowym funkcjonowaniu i rozwoju gospodarki, zapewniając płynny i bezpieczny dla działających na nim podmiotów przepływ kapitału. Zagwarantowanie tego bezpieczeństwa związane było z przyznaniem odpowiednich uprawnień reglamentacyjnych organom takim, jak KNF<sup>370</sup>.

Rozważania teoretyczne na temat reglamentacji działalności gospodarczej wymagają rozgraniczenia pomiędzy obowiązkami i ograniczeniami nakładanymi na przedsiębiorców przez obowiązujące przepisy prawne, które wpływają na prowadzenie działalności, jednak nie są kwalifikowane jako realizujące funkcję reglamentacyjną. Są to przede wszystkim regulacje ustawowe mające charakter uniwersalny, odnoszące się do wszystkich przedsiębiorców, związane m.in. z obowiązkiem rejestracyjnym lub ewidencyjnym, rejestracją dla celów podatkowych oraz dla celów uczestnictwa w systemie ubezpieczeń społecznych, ochroną środowiska, ochroną konkurencji i konsumentów oraz obowiązki w zakresie ponoszenia danin publicznoprawnych<sup>371</sup>. Reglamentacja gospodarcza odnosi się więc do szczególnych norm prawnych dotyczących prowadzenia działalności określonego rodzaju, wykraczających poza obowiązki o charakterze powszechnym<sup>372</sup>. Reglamentację gospodarczą w jej współczesnym znaczeniu należy odróżnić również od jej historycznego ujęcia związanego z rozdzielnictwem materiałowym, będącym jednym z typowych przejawów reglamentacji gospodarczej w gospodarce nakazowej<sup>373</sup>.

Istotną kwestią pozostaje również określenie stosunku reglamentacji gospodarczej wobec innych funkcji administracji gospodarczej, w szczególności funkcji policyjnej oraz regulacyjnej, z uwagi na podobieństwo w zakresie stosowanych instrumentów prawnych oraz przenikanie się celów. Policja gospodarcza czy też szerzej policja administracyjna, podobnie jak reglamentacja gospodarcza nie jest pojęciem normatywnym, a określeniem

---

<sup>369</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 168; C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 190.

<sup>370</sup> R. Blicharz, *Środki reglamentacyjne Komisji Nadzoru Finansowego*, [w:] *Księga Jubileuszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, Toruń 2009, s. 64.

<sup>371</sup> R. Adamus, *Reglamentacja działalności...*, s. 11; M. Biliński, [w:] *Publiczne prawo gospodarcze*, red. T. Długosz, K. Oplustil, Warszawa 2023, s. 175 i nast.; T. Kocowski, [w:] *Administracyjne prawo...*, s. 490.

<sup>372</sup> R. Adamus, *Reglamentacja działalności...*, s. 11.

<sup>373</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 71

wypracowanym przez naukę przedmiotu, opisującym szereg relacji pomiędzy jednostką i administracją działająca w interesie publicznym oraz w celu zagwarantowania prawidłowej realizacji materialnego prawa administracyjnego<sup>374</sup>. Realizacja funkcji policyjnej w gospodarce polegająca na ochronie bezpieczeństwa publicznego, życia, zdrowia, mienia oraz moralności publicznej przed zagrożeniami wynikającymi z prowadzenia działalności gospodarczej, określana jest mianem policji gospodarczej<sup>375</sup>. Policja gospodarcza podobnie jak reglamentacja jest związana ze stosowaniem władczych form działania, jednak jej celem jest przede wszystkim ochrona porządku prawnego oraz wskazanych wcześniej dóbr, takich jak zdrowie, życie czy mienie<sup>376</sup>. Ochrona ta dotyczy jednak przestrzegania ogólnych warunków wykonywania każdego rodzaju działalności, a będące formą jej działania nakazy i zakazy dotyczą wszystkich przedsiębiorców<sup>377</sup>. Ponownie więc jednym z kryteriów rozróżnienia będzie szczególny charakter norm reglamentacyjnych odnoszący się nie do ogółu przedsiębiorców, a jedynie do ich zawężonej grupy. Różnicę pomiędzy reglamentacją a policją gospodarczą można dostrzec również w roli jaką ta pierwsza spełnia w kształtowaniu gospodarki i nakierowaniu na wywołanie określonych skutków, wykraczających poza ochronę porządku i bezpieczeństwa publicznego<sup>378</sup>.

Pokrewną funkcji reglamentacyjnej jest również funkcja regulacyjna, z uwagi na stosowanie podobnych mechanizmów oddziaływania na gospodarkę i znacznie podobieństwa w zakresie zamierzonych celów<sup>379</sup>. W nauce przedmiotu pojawiają się więc wątpliwości co do zasadności jej wyodrębnienia i potrzeby traktowania raczej jako części funkcji reglamentacyjnej<sup>380</sup>. Historyczna podstawa wyodrębnienia funkcji regulacyjnej wiąże się z procesem zmian społeczno-ustrojowych i odejścia od gospodarki centralnie planowanej, w której państwo posiadało monopol prawny związany ze świadczeniem usług użyteczności publicznej wymagających wykorzystania infrastruktury sieciowej, takiej jak wodociągi, linie energetyczne i inne instalacje przesyłowe. Rezygnacja państwa z monopolu prawnego wymagała zatem podjęcia działań minimalizujących ryzyko naruszenia zasad konkurencji i zapewniających ochronę konsumentów w sytuacji naturalnie

---

<sup>374</sup> *Ibidem*, s. 83; K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 162.

<sup>375</sup> T. Kocowski, [w:] *Administracyjne prawo...*, s. 455.

<sup>376</sup> *Ibidem*, s. 483

<sup>377</sup> C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 187. Jako przykład można wskazać m.in. przepisy dotyczące bezpieczeństwa i higieny pracy, przepisy przeciwpożarowe, przepisy odnoszące się do dozoru technicznego urządzeń wykorzystywanych w działalności, ochronę środowiska itp.

<sup>378</sup> T. Kocowski, [w:] *Administracyjne prawo...*, s. 484.

<sup>379</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 200; T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 71;

<sup>380</sup> T. Skoczny, *Stan i tendencje rozwojowe prawa administracji regulacyjnej w Polsce*, [w:] *Ius Publicum Europeum*, Warszawa 2003, s. 162; K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 73.

powstających monopoli faktycznych (wynikających z własności danej infrastruktury). Wynikiem tego koniecznością stało się objęcie działalności polegającej na świadczeniu tych usług szczególną regulacją prawną o charakterze kompleksowym oraz powołanie organów właściwych w zakresie jej realizacji, zwanych organami regulacyjnymi<sup>381</sup>. Organy regulacyjne będą więc stosowały środki prawne typowe dla funkcji reglamentacyjnej np. koncesje, zezwolenia i licencje, decyzje dotyczące cen, taryf oraz decyzje w przedmiocie nałożenia kar za dokonane naruszenia<sup>382</sup>. Czynnikiem odróżniającym obie te funkcje będzie w tym przypadku stosowanie wspomnianych instrumentów wyłącznie wobec podmiotów zaliczanych do tzw. sektorów infrastrukturalnych<sup>383</sup>.

Z przedstawionych rozważań wynika, że głównym łącznikiem pomiędzy funkcją reglamentacyjną, a innymi przedstawionymi funkcjami administracji gospodarczej jest posługiwanie się przez organy tej administracji katalogiem ograniczeń (tzw. instrumentów reglamentacyjnych), charakteryzujących się różnym stopniem formalizmu oraz różnym zasięgiem oddziaływania na sferę obowiązków podmiotów gospodarczych<sup>384</sup>. Zdaniem T. Kocowskiego, źródłem ograniczeń reglamentacyjnych obok zakazów i nakazów wynikających z powszechnie obowiązujących przepisów prawa (określanych w klasyfikacji norm prawa administracyjnego materialnego dokonanej ze względu na sposób konkretyzacji obowiązków czy uprawnień adresatów jako normy stosowania bezpośredniego), są również normy konkretyzowane przez akty administracyjne oraz czynności materialno-techniczne będące normami pośredniego stosowania prawa<sup>385</sup>. Przepisy prawa materialnego wskazują bowiem przesłanki, których zaistnienie upoważnia organ administracji do wydania aktów nadających, odbierających lub ograniczających prawa przedsiębiorcy oraz aktów nakładających, zmieniających lub zdejmujących ciążące na nim obowiązki<sup>386</sup>. Można przy tym wyróżnić dwa wymiary ograniczeń reglamentacyjnych występujących w polskim porządku prawnym. Ograniczenia odnoszące się do dostępu do podejmowania określonej działalności gospodarczej, polegające na wyłączeniu lub ograniczeniu danego rodzaju działalności ze sfery wolności podejmowania i wykonywania działalności gospodarczej oraz ograniczenia odnoszące się do sposobu jej

---

<sup>381</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 201; Jako przykład można wskazać organy, takie jak Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej czy Prezes Urzędu Regulacji Energetyki.

<sup>382</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 106.

<sup>383</sup> *Ibidem*, s. 106.

<sup>384</sup> H. Wolska, *Model relacji...*, Legalis.

<sup>385</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 261.

<sup>386</sup> *Ibidem*, s. 261

wykonywania, wprowadzające restrykcje dotyczące ram przestrzennych i czasowych jej prowadzenia<sup>387</sup>.

Kluczowym aktem prawnym w zakresie reglamentacji działalności gospodarczej w Polsce jest ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców, normująca trzy podstawowe formy reglamentacji zróżnicowane pod względem stopnia ingerencji w sferę wolności gospodarczej przedsiębiorcy oraz pod względem rodzaju aktywności podejmowanych w tym zakresie przez organy administracji gospodarczej<sup>388</sup>. Zgodnie z założeniami wskazanej ustawy działalność gospodarcza może być podejmowana w sposób wolny, wymagać uzyskania władczego rozstrzygnięcia organu w formie decyzji administracyjnej udzielającej koncesji lub zezwolenia na prowadzenie działalności danego rodzaju albo wymagać dokonania wpisu do rejestru działalności regulowanej. Reglamentacja działalności gospodarczej w przypadku zastosowania koncesji lub zezwolenia nierozwalnie wiąże się więc z występowaniem uprawniających aktów administracyjnych, które jak to ujmuje K. Kiczka stanowią indywidualny akt stosowania publicznego prawa gospodarczego, na mocy którego ukształtowana sytuacja prawna przedsiębiorcy upoważnia tenże podmiot do podejmowania i ochrony wykonywania czynności faktycznych i prawnych składających się na określoną działalność gospodarczą<sup>389</sup>. W przypadku rejestru działalności regulowanej nie mamy do czynienia z władczym rozstrzygnięciem organu w formie decyzji administracyjnej, a potwierdzenie spełnienia przez przedsiębiorcę warunków podejmowania i wykonywania działalności odbywa się na podstawie oświadczenia przedsiębiorcy, które wraz ze stosownym wnioskiem stanowią podstawę dokonania wpisu będącego w istocie czynnością materialno-techniczną<sup>390</sup>.

Koncesja jest najdalej idącą formą reglamentacji działalności gospodarczej w polskim porządku prawnym. Pomimo występowania określenia „koncesja” w licznych aktach prawnych, nie posiada ona definicji legalnej. C. Kosikowski definiuje koncesję jako akt zgody władzy publicznej na podjęcie i wykonywanie pewnych rodzajów działalności gospodarczej, mających szczególne znaczenie z punktu widzenia funkcjonowania państwa<sup>391</sup>. Podobnie koncesję pojmuje M.A. Waligórski. Jego zdaniem koncesja jest formą

---

<sup>387</sup> H. Wolska, *Model relacji...*, Legalis.

<sup>388</sup> *Ibidem*; K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 205.

<sup>389</sup> K. Kiczka, *Problemy badawcze uprawniających aktów administracyjnych w działalności gospodarczej*, [w:] *Środki prawne publicznego prawa gospodarczego*, red. L. Kieres, Wrocław 2007, s. 52.

<sup>390</sup> M. Strzelbicki, *Wpis do rejestru działalności regulowanej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2005, z. 4, s. 74 i nast.; E. Przeszło, [w:] *Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej. Komentarz*, red. A. Powalowski, Warszawa 2007, s. 215; M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichocka, *Prawo przedsiębiorców. Komentarz*, Warszawa 2019, s. 542.

<sup>391</sup> C. Kosikowski, *Koncesje i zezwolenia na działalność gospodarczą*, Warszawa 2002, s. 47 i nast.

reglamentacji działalności gospodarczej przez państwo, polegającą na wyrażeniu zgody władzy publicznej na podjęcie i wykonywanie działalności przez danego przedsiębiorcę, która to działalność objęta jest co do zasady wyłącznością państwa ze względu na jej znaczenie i użyteczność publiczną<sup>392</sup>. Jak wskazuje M. Zdyb, koncesja przyjmuje formę decyzji kwalifikowanej, dotyczącej dziedzin zastrzeżonych niegdyś dla państwa i których kontrolowanie przez państwo jest uzasadnione ze względu na jego interes, bezpieczeństwo obrotu gospodarczego, zagrożenie życia, zdrowia, porządku publicznego, jak również ze względu na potrzeby budżetu państwa<sup>393</sup>. Koncesja jest więc instrumentem reglamentacyjnym dotyczącym prowadzenia działalności o wymiarze kluczowym dla funkcjonowania państwa lub z innych przyczyn społecznie istotnych. Historycznie wyróżnia się dwa główne modele koncesji tj. model francuski oraz model niemiecki<sup>394</sup>. Różnice pomiędzy wskazanymi modelami koncesji związane były z charakterem stosunku pomiędzy organem administracji a podmiotem, któremu udzielano koncesji. W modelu francuskim można mówić o stosunku prawnym między organem administracji a podmiotem, któremu wraz z koncesją przekazywano określone uprawnienia organu w zakresie objętym koncesją<sup>395</sup>. Z kolei model niemiecki wykształcił się w oparciu o kwalifikowane pozwolenia przemysłowe o charakterze policyjnym, wydawane w formie decyzji administracyjnej, mające za cel potrzebę weryfikacji czy prowadzenie działalności przez zainteresowany podmiot nie będzie wpływało negatywnie na interes i bezpieczeństwo państwa<sup>396</sup>.

Zgodnie z przepisem art. 37 ust. 1 pr.przed. wykonywanie działalności gospodarczej w dziedzinach mających szczególne znaczenie ze względu na bezpieczeństwo państwa lub obywateli albo inny ważny interes publiczny wymaga uzyskania koncesji wyłącznie, gdy działalność ta nie może być wykonywana jako wolna albo po uzyskaniu wpisu do rejestru działalności regulowanej albo zezwolenia. Posłużenie się koncesją jako najwyższym pod względem stopnia restrykcyjności instrumentem reglamentacyjnym, świadczy o traktowaniu tego ograniczenia prowadzenia danej działalności gospodarczej jako konieczności w sytuacji, w której inne środki (zezwoenie, wpis do rejestru

---

<sup>392</sup> M.A. Waligórski, *Koncesje, zezwolenia i licencje w polskim administracyjnym prawie gospodarczym*, Warszawa 2012, s. 55 i 215.

<sup>393</sup> M. Zdyb, *Wspólnotowe i polskie...*, s. 127 i nast.

<sup>394</sup> M. Szydło, *Koncepcja koncesji w ujęciu klasycznym i jej recepcja w prawie polskim*, „Państwo i Prawo” 2004, z. 1, s. 46; C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 195.

<sup>395</sup> *Ibidem*, s. 194.

<sup>396</sup> *Ibidem*, s. 195.

działalności regulowanej) wydają się niewystarczające do odpowiedniego zabezpieczenia wskazanych w cytowanym przepisie wartości<sup>397</sup>.

Zastosowanie w regulacji dotyczącej uzyskania koncesji wspomnianych pojęć nieostrych znacząco zwiększa zakres władzy dyskrecjonalnej organów administracji gospodarczej, co stanowi jeden z głównych czynników odróżniających ją do zezwoleń<sup>398</sup>. Jak wskazuje A. Nałęcz, koncesja jest najdalej idącą i wiążąca się z największym zakresem uznania administracyjnego formą reglamentacji, a jej wprowadzenie zasadne jest jedynie w sytuacjach, w których występuje realne zagrożenie bezpieczeństwa państwa lub obywateli albo innego ważnego interesu publicznego<sup>399</sup>. Udzielenie, odmowa udzielenia, zmiana, zawieszenie i cofnięcie koncesji albo ograniczenie jej zakresu następuje w drodze decyzji administracyjnej<sup>400</sup>. Decyzja administracyjna w przedmiocie udzielenia koncesji ma charakter decyzji konstytutywnej, przyznającej jej adresatowi prawo podmiotowe do podejmowania i wykonywania określonego rodzaju działalności, a jej wydanie poprzedza przeprowadzenie postępowania administracyjnego wszczynanego na wniosek zainteresowanego w oparciu o przepisy ustaw dotyczących danej działalności koncesjonowanej<sup>401</sup>.

Inaczej niż to miało miejsce w przypadku ustawy z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej<sup>402</sup>, ustawy z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej<sup>403</sup> oraz ustawy z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej<sup>404</sup>, obecnie obowiązująca ustawa Prawo przedsiębiorców nie zawiera katalogu działalności, których możliwość podjęcia uzależniona jest od uzyskania koncesji. Szczegółowy zakres i warunki wykonywania działalności gospodarczej podlegającej koncesjonowaniu oraz zasady i tryb udzielania koncesji określają odrębne przepisy dotyczące poszczególnych rodzajów działalności. Obecnie w polskim porządku prawnym uzyskania koncesji wymaga m.in. wytwarzanie i obrót materiałami wybuchowymi, bronią i amunicją,

---

<sup>397</sup> M. Szydło, *Koncepcja koncesji...*, s. 52.

<sup>398</sup> M. Zdyb, *Działalność gospodarcza i publiczne prawo gospodarcze*, Kraków 2002, s. 145 i nast.

<sup>399</sup> A. Nałęcz, *Uznanie administracyjne a reglamentacja działalności gospodarczej*, Warszawa 2010, s. 155.

<sup>400</sup> Art. 37 ust. 2 pr.przed.

<sup>401</sup> M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichocka, *Prawo przedsiębiorców...*, s. 469; T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 274 i nast.

<sup>402</sup> Art. 11 ust. 1 ustawy z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej (t.j. Dz.U. nr 41, poz. 324 z późn. zm.).

<sup>403</sup> Art. 14 ust. 1 ustawy z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej (Dz. U. nr 101, poz. 1178 z późn. zm.).

<sup>404</sup> Art. 46 ust. 1 ustawy z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 2168 z późn. zm.).

wydobywanie kopalin ze złóż, wytwarzanie oraz dystrybucja energii elektrycznej, wytwarzanie i obrót paliwami ciekłymi, ochrona osób i mienia, prowadzenia kasyna gry czy przewozy lotnicze, z czego najszersza grupa działalności koncesjonowanych związana jest z sektorem energetycznym<sup>405</sup>.

Kolejnym instrumentem reglamentacyjnym stanowiącym akt administracyjny uprawniający do podjęcia określonej działalności gospodarczej, który wyróżniono w ustawie Prawo przedsiębiorców jest zezwolenie. Podobnie jak w przypadku koncesji, zezwolenie nie posiada swojej definicji legalnej, co wymaga odwołania się do istniejącego w tym zakresie dorobku doktryny. K. Strzyczkowski definiuje zezwolenie jako akt woli właściwego organu administracji publicznej w formie decyzji administracyjnej, dopuszczający przedsiębiorcę do podjęcia działalności gospodarczej w określonym przedmiotowo zakresie, w wyniku stwierdzenia spełnienia wymaganych prawem warunków jej wykonywania<sup>406</sup>. Zdaniem C. Kosikowskiego zezwolenie oznacza dopuszczenie przedsiębiorcy do wykonywania określonej działalności gospodarczej, po uprzednim stwierdzeniu, że spełnia określone prawem warunki jej wykonywania oraz że nie zachodzą przeszkody w podjęciu i wykonywaniu działalności gospodarczej<sup>407</sup>. Zezwolenie podobnie do koncesji przyjmuje formę decyzji administracyjnej, jednak nie nadaje przedsiębiorcy nowych praw, a jedynie konkretyzuje je pod względem podmiotowym<sup>408</sup>. W literaturze wskazuje się, że uzyskanie zezwolenia wiąże się z uchynieniem względnego zakazu prowadzenia określonej działalności gospodarczej w wyniku sprawdzenia możliwości danego przedsiębiorcy do jej wykonywania w sposób zgodny z przepisami prawa<sup>409</sup>.

Liczne podobieństwa pomiędzy zezwoleniami i koncesjami wymagają wskazania cech odróżniający te instrumenty reglamentacyjne. Zezwolenia w przeciwieństwie do koncesji nie obejmują działalności strategicznych z punktu widzenia bezpieczeństwa państwa i obywateli<sup>410</sup>. Dotyczą działalności gospodarczych mniej kluczowych z punktu widzenia państwa, których podjęcie i wykonywanie bez uprzedniej weryfikacji możliwości przedsiębiorcy, mogłoby powodować zagrożenie dla ważnych interesów publicznych, życia lub zdrowia obywateli oraz bezpieczeństwa i porządku publicznego<sup>411</sup>. Istotną

---

<sup>405</sup> <https://www.biznes.gov.pl/pl/portal/00116>, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>406</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 214.

<sup>407</sup> C. Kosikowski, *Koncesje i zezwolenia...*, s. 133.

<sup>408</sup> *Ibidem*, s. 133.

<sup>409</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 213 i nast.; T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 282 i nast.; A. Brzezińska-Rawa, [w:] *Prawo przedsiębiorców*, red. B. Rakoczy, Warszawa 2020, s. 141.

<sup>410</sup> M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichocka, *Prawo przedsiębiorców...*, s. 520.

<sup>411</sup> *Ibidem*, s. 520; C. Kosikowski, *Koncesje i zezwolenia...*, s. 134.

cechą odróżniającą jest związany charakter decyzji administracyjnej dotyczącej udzielenia zezwolenia<sup>412</sup>. Zgodnie z przepisem art. 42 pr.przed., organ zezwalający udziela zezwolenia na wykonywanie działalności gospodarczej przedsiębiorcy spełniającemu wymagane prawem warunki uzyskania zezwolenia. Powyższe ponownie kładzie nacisk na weryfikację warunków, w przypadku spełnienia których, organ jest obowiązany do wydania decyzji uwzględniającej wniosek przedsiębiorcy o jego udzielenie. W przepisach ustaw dotyczących działalności gospodarczych wymagających uzyskania zezwolenia, można zauważyć elementy przewidujące pewną uznaniowość organu zezwalającego, wynikające najczęściej z zastosowania pojęć nieostrych odnoszących się m.in. do kwalifikacji osób zarządzających, organizacji podmiotu, sytuacji uzasadniających odmowę udzielenia bądź cofnięcie zezwolenia<sup>413</sup>.

Podobnie jak w przypadku koncesji, ustawa Prawo przedsiębiorców nie wskazuje działalności wymagających uzyskania zezwolenia i odsyła w tym zakresie do odrębnych przepisów. Katalog działalności wymagających uzyskania zezwolenia jest szeroki i dotyczy różnych rodzajów działalności, takich jak: detaliczna sprzedaż lub obrót hurtowy alkoholem; prowadzenie apteki ogólnodostępnej, punktu aptecznego oraz hurtowni farmaceutycznej; zbierania i przetwarzania odpadów; prowadzenia zbiorowego zaopatrzenia w wodę i zbiorowego odprowadzania ścieków; prowadzenia schroniska dla bezdomnych zwierząt; prowadzenia domu pomocy społecznej; prowadzenia salonu gry w bingo pieniężne oraz urządzania zakładów wzajemnych<sup>414</sup>.

Z uwagi na przedmiot pracy należy podkreślić znaczenie zezwolenia jako środka reglamentacyjnego stosowanego powszechnie w odniesieniu do określonych rodzajów działalności związanych z funkcjonowaniem rynku finansowego. Głównym organem jest w tym przypadku KNF, która wydaje zezwolenia m.in. na: prowadzenie działalności maklerskiej w formie domu maklerskiego; prowadzenie rynku regulowanego; utworzenie funduszu emerytalnego oraz towarzystwa emerytalnego; utworzenie i prowadzenie działalności instytucji pieniądza elektronicznego; wykonywanie działalności ubezpieczeniowej; wykonywanie działalności reasekuracyjnej dla krajowego zakładu reasekuracji;

---

<sup>412</sup> M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichočka, *Prawo przedsiębiorców...*, s. 521; C. Kosikowski, *Koncesje i zezwolenia...*, s. 134.

<sup>413</sup> A. Nałęcz, *Uznanie administracyjne...*, s. 198 i nast. Jako przykład można wskazać art. 23 ust. 2 u.f.i., zgodnie z którym KNF odmawia wydania zezwolenia m.in. w przypadku stwierdzenia, że członkowie zarządu depozytariusza mogą wykonywać swoje obowiązki z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interesy uczestników funduszu bądź w przypadku, w którym towarzystwo nie zapewnia zarządzania w sposób należyty funduszem inwestycyjnym o określonej polityce inwestycyjnej i celach.

<sup>414</sup> [https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista\\_uprawnien.pdf](https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista_uprawnien.pdf), (dostęp: 30.11.2025 r.).

utworzenie funduszu inwestycyjnego oraz na zarządzanie funduszami inwestycyjnymi; utworzenie banku i rozpoczęcie działalności przez bank; utworzenie kasy oszczędnościowo-kredytowej<sup>415</sup>.

Trzecim instrumentem reglamentacyjny funkcjonującym w ramach ustawy Prawo przedsiębiorców jest wpis do rejestru działalności regulowanej. Działalność regulowana została wprowadzona do polskiego porządku prawnego na mocy przepisów ustawy o swobodzie działalności gospodarczej. Norma wynikająca z artykuł 5 pkt 5 ustawy o swobodzie działalności gospodarczej, zawierająca definicję działalności regulowanej, stanowiła, iż jest to działalność gospodarcza, której wykonywanie wymaga spełnienia szczególnych warunków określonych przepisami prawa. Głównym celem ustawodawcy związanym z wprowadzeniem działalności regulowanej było poszerzenie zakresu wolności gospodarczej przez zastąpienie większości zezwoleń wpisem do rejestru działalności regulowanej<sup>416</sup>. W literaturze w sposób stosunkowo zgodny poddaje się w wątpliwość osiągnięcie tego celu, gdyż pomimo pewnego odformalizowania i rezygnacji z potrzeby wydawania przez organ administracji indywidualnego aktu uprawniającego, na przedsiębiorcach w dalszym ciągu ciąży obowiązek spełnienia warunków określonych w przepisach materialnych, kontrolę spełniania których ograniczono jedynie na etapie uzyskania wpisu<sup>417</sup>. Wpis do rejestru działalności regulowanej może więc być uznany za etap pośredni pomiędzy działalnością gospodarczą wykonywaną w sposób wolny, a tą której podjęcie i wykonywanie wymaga uzyskania decyzji administracyjnej<sup>418</sup>. Bez wątpienia pozostaje jednym z instrumentów reglamentacyjnych, uproszczonych jedynie w zakresie wstępnej weryfikacji realizowania wymogów ustawowych.

Zgodnie z przepisami obecnie obowiązującej ustawy, jeżeli przepisy odrębne stanowią, że dany rodzaj działalności jest działalnością regulowaną, przedsiębiorca może wykonywać tę działalność, jeśli spełnia warunki określone tymi przepisami i po uzyskaniu wpisu do właściwego rejestru działalności regulowanej. Odmowa dokonania wpisu przyjmuje formę decyzji administracyjnej, z kolei sam wpis ma charakter deklaratoryjny i stanowi czynności materialno-techniczną organu prowadzącego rejestr, konkretyzującą

---

<sup>415</sup> *Ibidem*.

<sup>416</sup> Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 15 października 2003 r. o swobodzie działalności gospodarczej, druk nr 2118, ([bit.ly/4gU9toE](http://bit.ly/4gU9toE)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>417</sup> M. Eteł, *Regulowana działalność gospodarcza a zasada wolności gospodarczej*, „Państwo i Prawo” 2007, nr 2, s. 41 i nast.; K. Kucharski, [w:] *Prawo przedsiębiorców*, red. B. Rakoczy, Warszawa 2020, s. 153; T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 295 i n; M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichocka, *Prawo przedsiębiorców...*, s. 536; M. Strzelbicki, *Wpis do rejestru...*, s. 83.

<sup>418</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 208.

obowiązki przedsiębiorcy<sup>419</sup>. Wpis nie kreuje jednak nowego prawa podmiotowego przedsiębiorcy, które nabywa on w momencie spełnienia określonych warunków materialnych i formalnych<sup>420</sup>. Wpisu dokonuje się na wniosek przedsiębiorcy, po uprzednim złożeniu przez przedsiębiorcę oświadczenia o spełnieniu warunków wymaganych prawem do wykonywania tej działalności. W przypadku działalności regulowanej, sposób realizacji przez przedsiębiorcę określonych prawem warunków prowadzenia działalności ogranicza się do złożenia oświadczenia<sup>421</sup>.

Wpis do rejestru nie stanowi więc poświadczenia spełnienia warunków prowadzenia działalności gospodarczej w momencie jego dokonania, a przedsiębiorca musi się liczyć z możliwością dokonania przez organ kontroli następczej<sup>422</sup>. Ustawa odwołuje się w tym zakresie do odpowiedniego stosowania art. 40 pr.przed., dotyczącego kontroli działalności gospodarczej przez organ koncesyjny. Początkowo organ prowadzący rejestr dokonuje jedynie kontroli formalnej wniosku o wpis obejmującej poprawność i kompletność wniosku oraz sprawdza czy nie występują określone w ustawie przesłanki negatywne wykluczające dokonanie wpisu<sup>423</sup>. Ustawa Prawo przedsiębiorców stanowi, że organ prowadzący rejestr działalności regulowanej odmawia w drodze decyzji administracyjnej wpisu do rejestru w przypadku wydania prawomocnego orzeczenia zakazującego wykonywania danej działalności gospodarczej, wykreślenia przedsiębiorcy z rejestru w wyniku wydania przez organ decyzji o zakazie wykonywania decyzji objętej wpisem w okresie trzech lat poprzedzających złożenia wniosku oraz w przypadkach określonych w przepisach odrębnych<sup>424</sup>.

Ustalenie katalogu działalności wymagających wpisu do rejestru działalności regulowanej ponownie wymaga odwołania się do odrębnych ustaw. Obecnie weryfikacja spełnienia warunków wykonywania działalności gospodarczej oparta o instytucję wpisu do rejestru działalności regulowanej dotyczy m.in.: prowadzenia ośrodka szkolenia kierowców, prowadzenia żłobków i klubów dziecięcych, prowadzenia stacji kontroli pojazdów, produkowania tablic rejestracyjnych, przechowywania akt osobowych i płacowych, prowadzenia pracowni psychologicznej, prowadzenia działalności detektywistycznej,

---

<sup>419</sup> M. Strzelbicki, *Wpis do rejestru...*, s. 74; M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichocka, *Prawo przedsiębiorców...*, s. 542.

<sup>420</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 297.

<sup>421</sup> M. Strzelbicki, *Wpis do rejestru...*, s. 72.

<sup>422</sup> *Ibidem*, s. 78

<sup>423</sup> M. Etel, *Kontrola i odpowiedzialność jako problemy charakteryzujące regulowaną działalność gospodarczą (analiza z uwzględnieniem działalności telekomunikacyjnej)*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2017, nr 495, s. 22.

<sup>424</sup> Zob. art. 43 ust. 3 pr.przed.

prowadzenia działalności w zakresie walut wirtualnych, prowadzenia działalności kantowerowej<sup>425</sup>.

### **2.3.3. Krajowe propozycje ustawodawcze w zakresie uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typ real estate investment trust**

Przedstawione dotychczasowo projekty ustaw zakładające wprowadzenie do polskiego porządku prawnego norm regulujących działalność krajowego podmiotu typu REIT, nie były jednolite pod względem proponowanych rozwiązań dotyczących uzyskania szczególnego statusu rynkowego. Proponowane rozwiązania krajowe odbiegały również od omówionych wcześniej modeli występujących w Europie.

Analizując przepisy krajowych projektów ustawodawczych, wątpliwości nie budziłaby możliwość zakwalifikowania SRWN lub FINN jako przedsiębiorców. Zgodnie z definicją zawartą w przepisie art. 4 ust. 1 pr.przed., przedsiębiorcą jest osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, wykonująca działalność gospodarczą. Przez działalność gospodarczą na gruncie ustawy Prawo przedsiębiorców rozumie się z kolei zorganizowaną działalność zarobkową, wykonywaną we własnym imieniu i w sposób ciągły<sup>426</sup>. Przepisy projektów krajowych w sposób bezpośredni przesądzały o zarobkowych celach działalności, którą prowadzić miały SRWN lub FINN. W projekcie SRWN I wskazano, że przedmiotem działalności SRWN jest najem nieruchomości lub ich części, odpłatne zbycie nieruchomości lub ich części oraz działalność finansowa w zakresie zarządzania udziałami lub akcjami w innych spółkach (spółkach zależnych)<sup>427</sup>. Projekt SRWN II już w definicji tych spółek przesądzała o podstawowym celu działalności, jakim miała być regularna wypłata dywidendy dla akcjonariuszy z zysku, którego źródłem są przychody z najmu nieruchomości<sup>428</sup>. Podobnie w przypadku projektu FINN, w samej definicji doprecyzowano, że przeważającym przedmiotem działalności spółki ma być najem nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej<sup>429</sup>. Statut utworzonej w takim celu spółki akcyjnej powinien więc odzwierciedlać wskazany w projektach przedmiot działalności spółki, a w przypadku projektu SRWN II oraz

---

<sup>425</sup> [https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista\\_uprawnien.pdf](https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista_uprawnien.pdf), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>426</sup> Art. 3 pr.przed.

<sup>427</sup> Art. 2 ust. 3 projektu SRWN I.

<sup>428</sup> Art. 2 projektu SRWN II.

<sup>429</sup> Art. 3 projektu FINN.

projektu FINN, wprowadzono dodatkowy wymóg określenia strategii gospodarczej tej spółki oraz spółek zależnych (zasad polityki inwestycyjnej), włącznie ze sprecyzowaniem rodzaju nieruchomości, których najem będzie przedmiotem działalności tych spółek<sup>430</sup>.

W zakresie uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako SRWN, projekt SRWN I charakteryzował się dużym poziomem nieścisłości i niekompletności, co zostało wyraźnie wytknięte w trakcie prac legislacyjnych. Określając szereg warunków, jakie była obowiązana spełnić spółka w celu skorzystania z przewidzianych rozwiązań podatkowych, projekt SRWN I nie precyzował jaki organ miał dokonywać weryfikacji ich spełnienia oraz w jaki sposób weryfikacja ta miała następować. Na podstawie art. 11 ust. 2, projekt SRWN I wprowadzał stosowną zmianę w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych, przewidującą odpowiednie zwolnienie przedmiotowe dochodów uzyskiwanych przez SRWN. Przepisy te, nie poruszały jednak kwestii jakichkolwiek wymogów formalny w zakresie uzyskania tego zwolnienie, jak np. złożenie stosownej deklaracji itp. Powyższe mogło prowadzić do przyjęcia interpretacji, że momentem kluczowym z punktu widzenia uzyskania statusu SRWN, jest dokonanie wpisu w rejestrze przedsiębiorców KRS<sup>431</sup>. Brak wskazania w projekcie innego organu właściwego w zakresie dokonania oceny spełniania wymogów ustawowych prowadził do konkluzji, że przepisy nie pozostawiałyby innej opcji, niż powierzenie tej roli sądom rejestrowym, dokonującym weryfikacji na etapie wniosku o wpis<sup>432</sup>. Zmiana danach w rejestrze była bowiem konieczna z uwagi na wskazaną w projekcie obligatoryjność stosowania przez spółkę oznaczenia odróżniającego<sup>433</sup>. W takim układzie należałoby przyjąć, że zwolnienie podatkowe przysługiwałoby z mocy prawa spółce realizującej wymogi przewidziane w projekcie, która dokonała odpowiedniej zmiany w wpisu.

Sytuację komplikował wymóg wynikający z art. 2 ust. 2 projektu SRWN I, zgodnie z którym spółka w celu prowadzenie działalności jako SRWN musiała spełniać warunki co do posiadania odpowiedniej struktury aktywów i przychodów, poziomu finansowania dłużnego oraz odpowiedniej dywersyfikacji źródeł dochodu, na koniec każdego kwartału roku obrotowego. Skupiając się na charakterze przedstawionych wymogów, należy wskazać, że właściwszym rozwiązaniem byłoby przyznanie odpowiednich kompetencji w zakresie weryfikacji i badania wymaganych raportów kwartalnych organom

---

<sup>430</sup> Art. 2 pkt 7 projektu FINN oraz art. 3 ust. 2 projektu SRWN II.

<sup>431</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 31.

<sup>432</sup> *Ibidem*.

<sup>433</sup> Art. 3 ust. 1 projektu SRWN I.

administracji skarbowej. Rozwiązanie takie nie zostało jednak wyartykułowane w projekcie.

Przyjęcie, że spółka uzyskiwałaby status SRWN w momencie wpisu do rejestru przedsiębiorców, zbliżałoby rozwiązania do modelu rejestrowego funkcjonującego m.in. w Niemczech. W przypadku ustawy niemieckiej, w odróżnieniu od omawianego projektu, wskazano jednak wprost, że kluczowym dla uzyskania statusu REIT-AG jest moment wpisu do rejestru. Zwolnienie podatkowe wchodzi zaś w życie z początkiem roku obrotowego, w którym spółka akcyjna została wpisana do rejestru handlowego pod firmą zawierającą dodatkowe oznaczenie odróżniające<sup>434</sup>. Czytelnie określono więc, że zwolnienie jest konsekwencją zmiany wpisu, a nie odwrotnie.

Brak precyzji w określeniu momentu uzyskania statusu REIT powodował również wątpliwości odnośnie uprawnienia i obowiązku zawarcia w firmie dodatkowego oznaczenia odróżniającego „spółka rynku wynajmu nieruchomości” lub skrótu „SRWN”. Zgodnie z projektem określenie to mogło być używane wyłącznie przez SRWN działającą na podstawie ustawy, a używanie go przez podmiot nieuprawniony obwarowane było odpowiedzialnością karną w postaci grzywny do 1 mln złotych lub karą pozbawienia wolności do lat dwóch<sup>435</sup>. Przyjmując założenie, iż w braku wskazania innego właściwego organu, obowiązek weryfikacji spełniania warunków ustawowych spoczywał na sądzie rejestrowym, spółka zamierzająca skorzystać z rozwiązań przewidzianych w projekcie powinna dokonać zmiany statutu w zakresie firmy, a następnie złożyć stosowny wniosek o wpis. Znacznym ryzykiem dla spółki oraz członków jej organów był jednak brak przepisów odnoszących się do utraty statusu SRWN, a tym samym prawa do używania określenia odróżniającego. Niedookreślenie kwestii związanych z weryfikacją warunków ustawowych oraz chwili, w której spółka traci szczególny status uniemożliwiło bowiem podjęcie działań w postaci zmiany firmy, niezbędnej do uniknięcia odpowiedzialności karnej przewidzianej w art. 10 projektu SRWN I<sup>436</sup>.

W projekcie SRWN II oraz w projekcie FINN, projektodawca zdecydował się na przyjęcie czytelniejszej koncepcji związanej z uzyskaniem dostępu do prowadzenia działalności w ramach tej regulacji przez zainteresowaną spółkę. Wskazane projekty zakładały zbliżenie do zasad funkcjonujących w modelu reglamentacyjnym. Projekt SRWN II

---

<sup>434</sup> Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, § 16.

<sup>435</sup> Art. 10 projektu SRWN I.

<sup>436</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 25.

zakładał, że wykonywanie działalności przez spółkę będzie wymagać wpisu do prowadzonego przez KNF rejestru spółek rynku wynajmu nieruchomości<sup>437</sup>. Ujawnieniu w rejestrze miała podlegać firma, siedziba i adres spółki<sup>438</sup>. Wniosek o wpis miał zawierać statut spółki, odpis z rejestru przedsiębiorców, dane dotyczące członków zarządu oraz rady nadzorczej spółki wraz z opisem ich kwalifikacji i doświadczenia zawodowego, informację z Krajowego Rejestru Karnego dotyczącą członków zarządu i członków rady nadzorczej oraz zaświadczenie o niezaleganiu w podatkach albo stwierdzające stan zaległości, wydanie zgodnie z przepisami Ordynacji podatkowej<sup>439</sup>. Projekt zakładał, że złożenie wniosku o wpis do rejestru będzie następować wraz ze złożeniem wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego byłoby jednoznaczne z wpisaniem spółki do rejestru, a dokonanie wpisu odbywałoby się z dniem dopuszczenia akcji spółki do obrotu na rynku oficjalnych notowań na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej<sup>440</sup>. W przypadku gdy wniosek lub załączone do niego dokumenty nie byłyby zgodne pod względem treści z przepisami prawa lub ze stanem faktycznym oraz w przypadku, w którym członkowie zarządu spółki nie spełnialiby przewidzianych prawem wymogów, KNF w drodze decyzji odmawiałby wpisu spółki do rejestru<sup>441</sup>.

Przyjęcie proponowanego rozwiązania wiązałoby się z problemem określenia wzajemnej relacji pomiędzy wnioskiem o wpis do rejestru oraz wnioskiem o zatwierdzenie prospektu emisyjnego. Mogłoby dojść do sytuacji, w której spółka w sposób prawidłowy złożyłaby wniosek i uzyskała zatwierdzenie prospektu, skutkujące wpisem do rejestru SRWN, jednocześnie składając wniosek o wpis do rejestru dający podstawy do wydania decyzji odmownej. Powiązanie momentu zatwierdzenia prospektu emisyjnego z momentem wpisu do rejestru SRWN, przy jednoczesnym braku przepisów szczególnych uprawniających KNF do odmowy zatwierdzenia prospektu emisyjnego takiej spółki, z uwagi na wadliwość wniosku o wpis do rejestru, skutkowałby koniecznością zatwierdzenia prospektu i jednoczesnym wydaniem decyzji odmawiającej dokonania wpisu.

Rozwiązanie zakładające jednoczesne badanie warunków dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT oraz prospektu emisyjnego spółki funkcjonuje w przypadku bułgarskich SPIC. W przeciwieństwie do omówionych propozycji

---

<sup>437</sup> Art. 5 ust. 1 projektu SRWN II.

<sup>438</sup> Art. 6 ust. 1 projektu SRWN II.

<sup>439</sup> Art. 5 ust. 3 projektu SRWN II.

<sup>440</sup> Art. 5 ust. 4 projektu SRWN II.

<sup>441</sup> Art. 5 ust. 5 projektu SRWN II.

krajowych, prospekt emisyjny oraz dokumentacja dotycząca realizacji wymogów ustawowych stanowią załączniki wniosku o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności jako SPIC. Bułgarska Komisja Nadzoru Finansowego przy wydaniu decyzji udzielającej albo odmawiającej udzielenia zezwolenia dokonuje kompleksowej oceny przedłożonej dokumentacji, wydając decyzję odmowną w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości lub braków i ich nieuzupełnienia w wyznaczonym terminie<sup>442</sup>.

Projekt SRWN II zawierał również zmienione zasady dodatkowego oznaczania zainteresowanej spółki. Zgodnie z art. 8 ust. 2 projektu SRWN II oznaczenie „spółka rynku wynajmu nieruchomości” lub skrót tego oznaczenia „srwn” miała prawo i obowiązek używać w nazwie, reklamie lub informacji reklamowej lub do określenia wykonywanej przez siebie działalności gospodarczej, jedynie spółka rynku wynajmu nieruchomości wpisana do rejestru. Poszerzając zakres okoliczności, w których konieczne miało być stosowanie dodatkowego oznaczenia, przesądzono w sposób jednoznaczny, że uprawnienie i obowiązek ten powstają dopiero z momentem dokonania wpisu do rejestru. Spółka byłaby więc zmuszona do dokonania odpowiedniej zmiany w rejestrze przedsiębiorców po uzyskaniu wspomnianego wpisu.

Projekt FINN zachował ogólny kierunek dotyczący formy reglamentacji przedstawiony w projekcie SRWN II, wprowadzając jednak szereg rozwiązań wpływających na zwiększenie przejrzystości zasad uzyskania wpisu. W definicji firm inwestujących w najem nieruchomości wskazującej, warunki jakie musi spełniać zainteresowana spółka akcyjna podkreślono, że jest obowiązana uzyskać wpis do rejestru<sup>443</sup>. Ponownie rolę organu reglamentacyjnego powierzono KNF, słusznie rezygnując z problematycznego powiązania wniosku o wpis do rejestru z wnioskiem o zatwierdzenie prospektu emisyjnego<sup>444</sup>. Zachowano podstawowe elementy składowe wniosku, zastępując jednak zaświadczenie o stanie zaległości podatkowych obowiązkiem wskazania danych spółek zależnych, w tym ich nazw, siedzib, adresów oraz numerów w KRS (ew. informację o nieposiadaniu spółek zależnych)<sup>445</sup>. Konsekwencją tej zmiany była propozycja zakładająca ujawnienie w tworzonym rejestrze nie tylko nazwy, siedziby, adresu i numeru KRS firm

---

<sup>442</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 11 ust. 1.

<sup>443</sup> Art. 3 pkt 8 projektu FINN.

<sup>444</sup> Art. 9 projektu FINN.

<sup>445</sup> Art. 9 ust. 5 pkt 4 projektu FINN.

inwestujących w najem nieruchomości, ale również informacji dotyczących ich spółek zależnych<sup>446</sup>.

Projekt nie zakładał obowiązku uzyskania przez spółkę zależną FINN oddzielnego wpisu do rejestru i nie wprowadzał w tym zakresie mechanizmów weryfikacyjnych ze strony państwa. Głosy optujące za rozwiązaniem przeciwnym pojawiały się jednak w trakcie prac parlamentarnych<sup>447</sup>. Podnoszono, że objęcie weryfikacją ze strony KNF spełniania przez spółki zależne wymogów ustawowych, w większym stopniu gwarantowałyby bezpieczeństwo akcjonariuszy. W uzasadnieniu projektu ustawy wskazano jednak, że proponowane rozwiązanie jest wystarczające dla zapewnienia odpowiedniej przejrzystości systemu powiązań pomiędzy FINN i spółkami zależnymi, a kontrola spełniania warunków funkcjonowania jako spółka zależna FINN dokonywana w ramach nadzoru właścicielskiego będzie wystarczająca<sup>448</sup>. Spółki zależne nie podlegałyby zatem wstępnej weryfikacji spełniania wymogów ustawowych, jednak podobnie do FINN sprawozdanie finansowe spółki zależnej byłoby corocznie badane przez firmę audytorską zgodnie z wymogami określonymi w ustawie z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości<sup>449</sup> oraz w ustawie z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym<sup>450</sup>. W sprawozdaniu z badania rocznego sprawozdania finansowego biegły rewident miał stwierdzać czy spółka zależna spełnia warunki kwalifikowania jako spółka zależna FINN. Tym samym potwierdzałoby to możliwość skorzystania przez spółkę zależną z przewidzianego prawem zwolnienia przedmiotowego w podatku dochodowym od osób prawnych, co bez wątpienia byłoby pożądane z punktu widzenia FINN<sup>451</sup>.

Projekt FINN jako pierwszy przewidywał obowiązek dołączenia oświadczenia członków zarządu dotyczącego prawdziwości danych zawartych we wniosku o wpis do rejestru. Powyższe rozwiązanie wpisywało się w opisaną w poprzednim podrozdziale koncepcję weryfikacji warunków prowadzenia działalności gospodarczej, w sposób

---

<sup>446</sup> Art. 10 ust. 1 projektu FINN.

<sup>447</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 39.

<sup>448</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 12.

<sup>449</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 120 z późn. zm.).

<sup>450</sup> Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1035 z późn. zm.).

<sup>451</sup> Art. 4 ust. 3 projektu FINN; Projekt zakładał bowiem odroczenie obowiązku podatkowego FINN z tytułu dochodów uzyskanych między innymi z dywidendy oraz innych przychodów z udziału w zyskach spółek zależnych (kwalifikowanych jako takie na gruncie ustawy). Stwierdzenie w sprawozdaniu z badania sprawozdania finansowego, że dana spółka nie kwalifikuje się jako spółka zależna FINN w rozumieniu ustawy, powodowało konieczność odprowadzenia podatku od wspomnianych dywidend i zysków na zasadach ogólnych.

typowy dla działalności gospodarczej regulowanej. Zakres sytuacji, w których KNF była uprawniona do odmowy dokonania wpisu w drodze decyzji administracyjnej obejmował między innymi brak spełniania przez spółkę warunków odnoszących się do jej wewnętrznej organizacji np.: posiadania siedziby i zarządu na terytorium Polski, nieoznaczonego czasu jej trwania, posiadanego kapitału zakładowego, wymogu emitowania jedynie akcji na okaziciela oraz akcji nieuprzywilejowanych<sup>452</sup>. Ocenie przy dokonywaniu wpisu miała podlegać również treść statutu pod kątem zawarcia w nim strategii gospodarczej spółki oraz spółek zależnych, określenia rodzajów nieruchomości, których najem będzie przedmiotem działalności spółki oraz kryteria doboru tych nieruchomości<sup>453</sup>. Komisja Nadzoru Finansowego nie została jednak uprawniona do oceny zasadności przyjętej strategii gospodarczej, a jedynie do weryfikacji spełnienia formalnego wymogu zawarcia tego elementu w treści statutu. W założeniu rozwiązanie to miało stanowić kolejny element informacyjny skierowany do potencjalnych inwestorów, zwiększający stopień ich ochrony oraz pewność co do kierunków podejmowanej przez spółkę działalności rynkowej<sup>454</sup>. Podstawą wydania decyzji odmawiającej dokonania wpisu był również brak dopuszczenia akcji spółki do obrotu na rynku oficjalnych notowań. Stanowi to więc odejście od niezrozumiałego i rodzącego szereg problemów interpretacyjnych połączenia momentu złożenia wniosku o wpis do rejestru oraz wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego. Spółka składająca wniosek o wpis do rejestru FINN musiałaby więc uprzednio uzyskać statusu spółki publicznej. Dodatkowo KNF badałaby zgodność dokumentów załączonych do wniosku z przepisami prawa lub ze stanem faktycznym oraz spełnianie przez członków zarządu oraz rady nadzorczej wymogów dotyczących wykształcenia i ich doświadczenia<sup>455</sup>.

Zaproponowany model dostępu do prowadzenia działalności jako FINN zawierał jednak istotne luki, które w praktyce mogłyby powodować powstanie wątpliwości na etapie stosowania prawa. W zakresie procedury uzyskania wpisu do rejestru, projekt ustawy nie zawierał odesłania w kwestiach nieuregulowanych do przepisów ogólnych dotyczących postępowania administracyjnego. W projekcie zabrakło norm określających termin w jakim organ rejestrowy obowiązany byłby rozpatrzyć złożony wniosek oraz skutki braku dokonania wpisu w sytuacji, w której podmiot składający wniosek spełnia wymogi

---

<sup>452</sup> Art. 9 ust. 7 pkt 1 projektu FINN.

<sup>453</sup> Art. 3 pkt 7 w zw. z art. 9 ust. 7 pkt 1 projektu FINN.

<sup>454</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 7.

<sup>455</sup> Art. 9 ust. 7 pkt 3 projektu FINN.

ustawowe. Projekt nie przewidywał rozwiązań w zakresie uzupełnienia braków formalnych wniosku oraz nie odsyłał w tym zakresie do innych przepisów, w celu ich odpowiedniego stosowania. Skutkiem tego byłaby konieczność odmowy dokonania wpisu i wydanie w tym przedmiocie odpowiedniej decyzji, z uwagi na brak możliwości zastosowania instytucji uzupełnienia braków uregulowanej w art. 64 § 2 Kodeksu postępowania administracyjnego<sup>456</sup>.

Poza zakresem wstępnej weryfikacji warunkującej uzyskanie wpisu i podjęcie prowadzenia działalności jako FINN pozostawiono wymogi, które wcześniej określone zostały jako cechy obligatoryjne, przesądzające o przynależności danego podmiotu do modelu REIT. Obowiązki, takie jak konieczność utrzymywania na wskazanym poziomie aktywów stanowiących nieruchomości mieszkalne oraz udziały lub akcje w spółkach zależnych, utrzymywanie określonej struktury przychodów oraz obowiązek rozdysponowania wypracowanego zysku w formie dywidendy, w założeniu podlegać miały kontroli następczej dokonywanej przez KNF już na etapie prowadzenia działalności przez FINN<sup>457</sup>. Projekt zakładał, że firma inwestująca w najem nieruchomości jest obowiązana spełniać warunki dotyczące struktury aktywów i przychodów, na koniec każdego roku obrotowego, począwszy od pierwszego roku obrotowego następującego po roku obrotowym, w którym spółka została wpisana do rejestru, a w przypadku obowiązku wypłaty dywidendy warunek ten miał być spełniony do końca trzeciego kwartału po zakończeniu roku obrotowego, w którym osiągnięto zysk<sup>458</sup>.

Szerszego omówienia wymaga stosunek projektowanych przepisów i zasad uzyskania statusu FINN do przepisów ustawy Prawo przedsiębiorców, w szczególności w zakresie opisanych wcześniej form reglamentacji prowadzenia działalności w polskim porządku prawnym. Projektodawca zmieniając koncepcję przyjętą w projekcie SRWN I oraz decydując się na wprowadzenie obowiązku uzyskania wpisu do rejestru, w celu umożliwienia spółce prowadzenia działalności w szczególnym modelu, nie precyzuje czy działalność ta stanowi działalność regulowaną w rozumieniu art. 43 pr.przed. W takim przypadku, mimo że projektowane rozwiązania konstrukcyjnie pokrywają się z zasadami obowiązującymi przy dokonywaniu wpisu do rejestru działalności regulowanej, ogólne

---

<sup>456</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 40-41; Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1691 z późn. zm.).

<sup>457</sup> Art. 17 ust. 2 projektu FINN.

<sup>458</sup> Art. 8 ust. 1 pkt 1 i 2 projektu FINN.

przepisy Prawa przedsiębiorców dotyczące tej formy reglamentacji nie znalazłyby zastosowania.

W przypadku działalności regulowanej np. działalności kantorowej, o której mowa w art. 11 ust. 1 ustawy z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe<sup>459</sup> lub działalność w zakresie usług płatniczych w charakterze biura usług płatniczych opisaną w art. 119 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych<sup>460</sup>, powołane przepisy wprost wskazują, że działalności te stanowią działalność regulowaną w rozumieniu przepisów ustawy Prawo przedsiębiorców. Ustawy te zawierają również definicje legalne tych działalności, jasno określając jakie działania faktyczne i prawne składające się na działalność gospodarczą podlegają reglamentacji. Zgodnie z przepisem art. 2 ust. 1 pkt 19 prawa dewizowego, działalnością kantorową jest regulowana działalność gospodarcza polegająca na kupnie i sprzedaży wartości dewizowych oraz pośrednictwie w ich kupnie i sprzedaży. Z kolei biuro usług płatniczych to osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną, której ustawa przyznaje zdolność prawną, wpisana do rejestru biur usług płatniczych, prowadząca działalność w zakresie świadczenia usługi płatniczej przekazu pieniężnego<sup>461</sup>. Ustawodawca wskazuje wprost wykonywanie jakich czynności wymaga uprzedniego uzyskania wpisu do właściwego rejestru działalności regulowanej. Analogicznych rozwiązań nie przyjęto jednak w projekcie FINN. Pomimo że konstrukcyjnie zasady uzyskania wpisu były zbliżone do innych rodzajów działalności podlegających tej formie reglamentacji, projektodawca nie odwoływał się w tym zakresie do działalności regulowanej w rozumieniu Prawa przedsiębiorców.

Stosowanie instrumentów warunkujących możliwość podjęcia działalności gospodarczej zbliżonych co do swojej istoty i celu do metod reglamentacji określonych w ustawie Prawo przedsiębiorców, funkcjonujących jednak samodzielnie w oparciu o odrębne akty prawne oraz bez odwołania do wspomnianej ustawy wiąże się z problematyką wyróżnienia właściwej i niewłaściwej reglamentacji podejmowania działalności gospodarczej zaproponowanej przez W. Małeckiego<sup>462</sup>. Reglamentacja niewłaściwa, zdaniem wspomnianego autora, może wynikać z przepisów stanowiących elementy różnych gałęzi prawa, z których najwięcej tego typu przypadków zaobserwować można w publicznym

---

<sup>459</sup> Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1131 z późn. zm.).

<sup>460</sup> Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 611 z późn. zm.).

<sup>461</sup> *Ibidem*, art. 2 pkt 2a.

<sup>462</sup> W. Małecki, *O właściwej i niewłaściwej reglamentacji podejmowania działalności gospodarczej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis” 2019, Vol. 329, s. 197.

prawie gospodarczym, ale również w prawie administracyjnym i podatkowym<sup>463</sup>. Instrumenty niewłaściwej reglamentacji gospodarczej mogą być odzwierciedleniem zarówno instrumentów o charakterze indywidualnych aktów uprawniających, jak i czynności materialno-technicznych zbliżonych do wpisu do rejestru działalności regulowanej<sup>464</sup>. Omawiany projekt zakładający konieczność uzyskania wpisu do rejestru firm inwestujących w najem nieruchomości wpisuje się więc w koncepcję niewłaściwej reglamentacji prawnogospodarczej<sup>465</sup>.

Charakter reglamentacji w przypadku ustawodawstwa wprowadzającego zasady prowadzenia działalności w modelu REIT, nie dotyczy aspektu ograniczenia dostępu do tego reżimu działalności ze względu na zaistnienie przesłanek uzasadniających jej wyłączenie z wykonywania w sposób wolny. Działalność prowadzona przez podmioty typu REIT polegająca, w szczególności na czerpaniu pasywnych zysków z najmu nieruchomości o różnym przeznaczeniu, może być wykonywana przez inne podmioty gospodarcze bez ograniczeń. Wskazuje na to wprost projektodawca w uzasadnieniu projektu FINN<sup>466</sup>. Reglamentacji podlega w tym przypadku wyłącznie dostęp do szczególnego modelu prowadzenia działalności, odróżniającej się szczególnymi obowiązkami i wynikającymi z nich prawami, jak prawo do skorzystania z przewidzianego zwolnienia podatkowego. Głównym celem uzyskania wpisu, a następnie bieżącej kontroli nad tymi podmiotami, jest potrzeba realizacji założonych przez ustawodawcę warunków prowadzenia działalności w modelu, który ma gwarantować odpowiedni profesjonalizm, strukturę wewnętrzną, zapewniającą równouprawnienie akcjonariuszy oraz realizację dalekosiężnych celów ustawy związanych ze zwiększeniem zaangażowania kapitału krajowego rynku nieruchomości.

Rozwiązania w zakresie dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT proponowane w krajowych projektach, mimo że zdają się czerpać z doświadczeń innych państw europejskich, nie wpisują się w przedstawione wcześniej modele. Sam fakt występowania w tym zakresie odmiennych koncepcji w prawodawstwie państw europejskich jest znamieny i wynika z kilku czynników. Brak jest w tym aspekcie regulacji

---

<sup>463</sup> *Ibidem.*

<sup>464</sup> *Ibidem.*

<sup>465</sup> Wpisu do rejestru na podobnych zasadach, jednak bez nadawania charakteru wpisu do rejestru działalności regulowanej w rozumieniu pr.przed., wymaga m.in. działalności w zakresie organizowania wyścigów konnych określona w art. 16 ust. 1 ustawy z dnia 18 stycznia 2001 r. o wyścigach konnych (t.j. Dz. U. z 2020 r. poz. 1354) oraz działalność z zakresie obrotu leśnym materiałem rozmnożeniowym określona w art. 45 ust. 1 ustawy z dnia 7 czerwca 2001 r. o leśnym materiale rozmnożeniowym (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 1097); Zob. W. Małecki, *O właściwej i niewłaściwej reglamentacji...*, s. 199.

<sup>466</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 5.

na szczeblu unijnym, ujednocających lub harmonizujących zasady podejmowania i prowadzenia działalności przez podmioty typu REIT w państwach członkowskich (stanowiących większość spośród państw europejskich, w których implementowano model REIT). Bez wątpienia sposób działania tych podmiotów opiera się na idei wspólnego inwestowania przez gromadzenie środków od inwestorów i ich lokowanie w przedsięwzięcia związane bezpośrednio lub pośrednio z rynkiem nieruchomości. Nie stanowią one jednak przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)<sup>467</sup> oraz dyskusyjny jest zakres ich podlegania przepisom dotyczącym zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w rozumieniu dyrektywy ZAFI<sup>468</sup>. W krajowym projekcie FINN przewidziano przepis nowelizujący ustawę o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, zgodnie z którym działalność firm inwestujących w najem nieruchomości oraz ich kwalifikowanych spółek zależnych nie stanowi działalności zarządzania AFI<sup>469</sup>.

Sposób funkcjonowania podmiotów typu REIT i zakres podejmowanych inwestycji powoduje, że działają one niejako na styku rynku nieruchomości i rynku finansowego<sup>470</sup>. Z punktu widzenia inwestora i przedmiotu inwestycji, nabycie akcji podmiotu typu REIT lub certyfikatu inwestycyjnego FIZ lokującego środki we własność nieruchomości jest co do zasady tożsame. Wydaje się więc, że przyjęcie określonego modelu uzyskania dostępu jest zależne od tego, jak duże znaczenie ustawodawca przykłada do cech upodabniających podmioty typu REIT do instytucji wspólnego inwestowania działających na rynku finansowym.

---

<sup>467</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), (Dz. U. UE. L. z 2009 r. nr 302, s. 32 z późn. zm.).

<sup>468</sup> Brak ujednoczenia w tym zakresie powoduje, że możliwość zakwalifikowania podmiotu typu REIT funkcjonującego w danym państwie jako AFI, w znacznej mierze zależy od woli konkretnego ustawodawcy, biorąc pod uwagę treść definicji legalnej wskazanej w art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI.

<sup>469</sup> Art. 24 projektu FINN.

<sup>470</sup> Por. A. Mazurczak, *Znaczenie funduszy...*, s. 158; Związek inwestycji podmiotów typu REIT z rynkiem finansowym, w szczególności uwidacznia się w Stanach Zjednoczonych Ameryki, gdzie dużą popularnością cieszą się REIT hipoteczne (*mortgage REITs*), nie inwestujące bezpośrednio w nieruchomości, lecz zapewniające finansowanie nieruchomości przynoszących dochód poprzez zakup lub tworzenie kredytów hipotecznych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Inwestycje hipotecznych REIT to w głównej mierze hipoteki mieszkaniowe i komercyjne oraz papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką; (<https://www.reit.com/what-reit/types-reits/guide-mortgage-reits>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Traktowanie przez danego ustawodawcę podmiotów typu REIT jako przedsiębiorców, których działalności charakteryzuje się standardowym stopniem ryzyka, a co za tym idzie umiarkowanym stopniem ryzyka dla inwestorów, może być przyczyną braku podejmowania działań nakierowanych na zwiększenie ingerencji państwa w sferę ich funkcjonowania. Gwarancje prawidłowego działania zapewniają w tym przypadku wymogi określone w ustawie podatkowej opisującej warunki zwolnienia (np. wymogi co do sprawozdawczości, odpowiednia liczba akcjonariuszy itp.) czy obowiązki wynikające ze statusu spółki publicznej. Podejście to, stanowi uzasadnienie dla posłużenia się modelem podatkowym uzyskania dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT, w procesie kształtowania prawnych ram ich funkcjonowania.

Skupiając się na cechach zbliżających podmioty typu REIT do instytucji zbiorowego inwestowania działających na rynku finansowym, w szczególności na fakcie, że podmioty działające w tym modelu gromadzą środki od znacznej liczby inwestorów i lokują je w aktywa o znacznej kapitałochłonności i niskiej płynności, celowe zdaje się bardziej rygorystyczne podejście nakierowane na zapewnienie bezpieczeństwa inwestorów i profesjonalizmu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W krajach, takich jak Bułgaria, Belgia czy Grecja, w których dostęp do sprowadzenia działalności w modelu REIT związany jest z koniecznością uzyskania zezwolenia od organu właściwego w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym, występuje wiele regulacji typowych dla podmiotów powiązanych bezpośrednio z tym rynkiem np. funduszy inwestycyjnych. Jako przykład można wskazać szczególne wymogi dotyczące kierownictwa spółki, wymagające legitymowania się przez członków zarządu odpowiednią wiedzą, reputacją zawodową, wykształceniem lub doświadczeniem dającym gwarancję prawidłowego prowadzenia spraw spółki<sup>471</sup>. W przypadku Bułgarii i Grecji podmiot starający się o możliwość działania w modelu REIT jest obowiązany również do posiadania banku depozytariusza<sup>472</sup>. Realizacja tych wymogów jest w większym stopniu poddana nadzorowi ze strony organów reglamentacyjnych, które dysponują szerszym katalogiem środków nadzorczych czy kar administracyjnych gwarantujących ich spełnienie. Problematyka związana z nadzorem nad działalnością podmiotów typu REIT oraz ewentualnymi skutkami uchybienia warunkom ustawowym ich funkcjonowania zostanie poruszona w następnym podrozdziale.

---

<sup>471</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 10 ust. 2; Ustawa z dnia 12 maja 2014 r. dotycząca regulowanych spółek nieruchomościowych, artykuł 14 § 1.

<sup>472</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 24 ust. 1; Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 19 ust. 2.

Polski projektodawca zdaje się w tym aspekcie przyjmować rozwiązanie pośrednie. Odstąpiono od niejasnej koncepcji zaproponowanej w projekcie SRWN I, którą z uwagi na znaczącą nieprecyzyjność trudno jest porównać z rozwiązaniami stosowanymi w innych porządkach prawnych. W przypadku kolejnych projektów nie zdecydowano się wprost na przyjęcie rozwiązań z modelu reglamentacyjnego, opartego o konieczność uzyskania zezwolenia w celu prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT. Propozycje krajowe zdawały się dążyć do wypracowania w tym zakresie regulacji kompromisowych, zapewniających zwiększone gwarancje zabezpieczenia interesów inwestorów, jak chociażby wspomniane wcześniej wymogi odnoszące się do zawartości statutu spółki czy kwalifikacji członków zarządu, jednak bez konieczności uzyskania uprawniającego aktu administracyjnego. Kompromisem tym jest zastąpienie zezwolenia wpisem do właściwego rejestru. Podstaw zaproponowanych rozwiązania należy upatrywać w próbie zapewnienia prostoty systemu i chęci uniknięcia stawiania restrykcyjnych barier w początkowej fazie obowiązywania przepisów<sup>473</sup>.

Bardziej spójnym z punktu widzenia systemu byłoby przyjęcie zasad reglamentacji wzorowanych, na przepisach dotyczących zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, o którym mowa w art. 38 ust. 1 u.f.i. Gwarantowałyby to możliwie najlepszą ochronę interesów akcjonariuszy i profesjonalizm prowadzonej działalności inwestycyjnej, jednak wiązałyby się również ze znacznym zwiększeniem formalizmu, np. w zakresie wyrażenia zgody przez KNF na powołanie członka zarządu (przy zachowaniu zasad dotyczących członków odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem i podejmowaniu decyzji inwestycyjnych), opisu polityki wynagrodzeń, dokumentacji dotyczącej schematu organizacji, systemu zarządzania ryzykiem itp.<sup>474</sup> Biorąc jednak pod uwagę dopuszczalny zakres działalności podmiotów typu REIT, występujące w jej przypadku ryzyko oraz ewentualne zagrożenia dla interesu publicznego, przyjęcie zasad reglamentacji dostępu do prowadzenia działalności w tym modelu w oparciu o zezwolenie wydaje się nazbyt surowe. W ujęciu praktycznym powyższe rozwiązanie mogłoby spowodować również obciążenie organu właściwego w sprawie wydawania zezwoleń, w przypadku wystąpienia znacznego zainteresowania przedsiębiorców prowadzeniem takiej działalności. W tym miejscu pojawia się także problem zakwalifikowania przedsiębiorców działających w modelu REIT, jako podmiotów rynku finansowego, co będzie przedmiotem szerszej analizy w następnym podrozdziale.

---

<sup>473</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 39.

<sup>474</sup> Zob. art. 42a, art. 42b, art. 44, art. 47a i art. 48 u.f.i.

Koncepcja wypracowania rozwiązania pośredniego nie zasługuje więc na całkowitą krytykę, wymaga jednak wprowadzenia szczegółowych i kompleksowych rozwiązań niwelujących nieścisłości wskazane w podrozdziale. Doprecyzowania oraz uzupełnienia wymaga, w szczególności kwestia procedury uzyskania wpisu, wprowadzenia terminów instrukcyjnych na rozpoznanie wniosku, określenia skutków jego nierozpoznania w terminie oraz odpowiedniego odwołania do przepisów Kodeksu postępowania administracyjnego w kwestiach nieuregulowanych.

#### **2.4. Nadzór nad działalnością oraz utrata możliwości prowadzenia działalności jako podmiot typu real estate investment trust**

Omówienie zasad dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT pozostawałoby niepełne bez odniesienia się do kwestii związanych z nadzorem nad jej wykonywaniem, w szczególności w zakresie następczej weryfikacji spełniania ustawowych warunków dostępu do tego modelu i skutków ewentualnych zaniechań, mogących ostatecznie prowadzić do pozbawienia możliwości prowadzenia działalności w jego ramach. Istotne jest zatem poruszenie problematyki zasad sprawowania nadzoru nad realizowaniem przez podmioty typu REIT wymogów warunkujących możliwość działania w tym modelu oraz konsekwencji wynikających z faktu zaprzestania ich spełniania. Przejście do odmówienia szczegółowych rozwiązań obowiązujących w tym zakresie w państwach europejskich, które wprowadziły do swojego ustawodawstwa model REIT, a także w odniesieniu do projektowanych rozwiązań krajowych, należy poprzedzić uwagami dotyczącymi ogólnych zasad nadzoru nad podmiotami gospodarczymi.

Nadzór gospodarczy, jako jedna z funkcji administracji gospodarczej wynika z obowiązywania norm prawnych regulujących zasady prowadzenia działalności gospodarczej i sprowadza się do zapewnienia funkcjonowania przedsiębiorców zgodnie z tymi normami, w celu zagwarantowania ochrony dóbr leżących u podstaw wprowadzonych ograniczeń<sup>475</sup>. Pojęcie nadzoru tradycyjnie związane było z problematyką dotyczącą wzajemnych zależności pomiędzy organami administracji państwowej kształtującymi się w procesie decentralizacji władzy publicznej<sup>476</sup>. Mianem nadzoru określano zespół kompetencji organów państwa obejmujących upoważnienia do podejmowania działań

---

<sup>475</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 228; K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 183.

<sup>476</sup> M. Szewczyk, *Nadzór w materialnym prawie administracyjnym: administracja wobec wolności, własności i innych praw podmiotowych jednostki*, Poznań 1996, s. 28.

kontrolnych i korygujących w stosunku do innych podmiotów prawa publicznego, w szczególności do organów samorządu terytorialnego<sup>477</sup>. W miarę rozwoju prawa administracyjnego i obejmowaniem regulacją administracyjnoprawną coraz szerszych sfer życia, w celu zapewnienia ochrony poszczególnych dóbr, zakres i podmioty kompetencji nadzorczych ulegały rozszerzeniu<sup>478</sup>. Współcześnie z uwagi na wielość stosunków w jakich występuje element nadzoru oraz różnorodność, w szczegółowym zakresie uprawnień związanych z kontrolą i władczym korygowaniem nieprawidłowości, pojęcie to jest niejednolite<sup>479</sup>. Omawiany nadzór gospodarczy odnosi się do relacji państwa i innych podmiotów w obszarze gospodarki, zatem kryterium wyróżniającym będzie w tym przypadku przedmiot regulacji odnoszący się do wynikających z materialnego prawa gospodarczego praw i obowiązków dotyczących podejmowania i prowadzenia działalności gospodarczej<sup>480</sup>.

Nadzór gospodarczy jest nierozzerwalnie związany z funkcją reglamentacyjną, a także innymi funkcjami administracji gospodarczej, zapewniając ich prawidłową realizację<sup>481</sup>. Działania nadzorcze będą w każdym przypadku wynikiem nałożenia na przedsiębiorcę obowiązków w ramach powszechnie obowiązujących przepisów ustawowych, bądź jak ma to miejsce w przypadku koncesji i zezwoleń z indywidualnych aktów administracyjnych<sup>482</sup>. Organy administracji gospodarczej wyposażone w uprawnienie do sprawowania nadzoru nad wykonywaniem określonego rodzaju działalności gospodarczej, są konstytucyjnie obowiązane do działania wyłącznie na podstawie i w granicach prawa<sup>483</sup>. Podjęcie działań nadzorczych uwarunkowane jest nie tylko właściwą normą przyznającą kompetencję organowi, ale również istnieniem norm materialnoprawnych, zawierających nakazy i zakazy dotyczące danej działalności gospodarczej<sup>484</sup>.

W zależności od etapu, na którym organ wykonuje kompetencje nadzorcze w stosunku do przedsiębiorcy wyróżnia się nadzór zapobiegawczy (prewencyjny), podejmowany przed rozpoczęciem prowadzenia działalności i nakierowany na ustalenie zdolności do jej wykonywania w zgodzie z wymogami ustawowymi oraz nadzór bieżący

---

<sup>477</sup> *Ibidem*, s. 28

<sup>478</sup> *Ibidem*, s. 67 i nast.

<sup>479</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 182; A. Chełmoński, [w:] *Administracyjne prawo gospodarcze*, A. Borkowski, A. Chełmoński, M. Guziński, K. Kiczka, L. Kieres, T. Kocowski, M. Szydło, Wrocław 2009, s. 515.

<sup>480</sup> K. Jaroszyński, [w:] *Prawo gospodarcze...*, s. 227.

<sup>481</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 183.

<sup>482</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 338.

<sup>483</sup> Art. 7 Konstytucji RP.

<sup>484</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 339.

(weryfikacyjny), gwarantujący ich realizację już w toku podjętej i prowadzonej działalności<sup>485</sup>. Nadzór zapobiegawczy dotyczy więc etapu, w którym przedsiębiorca stara się o możliwość wykonywania działalności podlegającej reglamentacji, bądź jak w przypadku przedmiotu pracy, stara się o możliwości wykonywania działalności w szczególnym modelu, obwarowanym koniecznością spełniania określonych prawem wymogów. Działanie organów administracji będzie sprowadzać się w tym przypadku do podjęcia na wniosek przedsiębiorcy odpowiednich czynności kontrolnych, mających ustalić zdolność do wykonywania określonej działalności zgodnie z przepisami prawa. Wynikiem przeprowadzonej kontroli stanie się etap związany z zastosowaniem władztwa przez organ administracji i wydaniem odpowiedniej decyzji administracyjnej uprawniającej bądź odmawiającej udzielenia uprawnienia do wykonywania określonej działalności. Zagadnienie to kształtuje się odmiennie w przypadku wpisu do rejestru działalności regulowanej (lub innych podobnych form reglamentacji niewłaściwej) z uwagi na znaczne ograniczenie kontroli prewencyjnej i powszechne posługiwanie się w tym zakresie instytucją oświadczenia o spełnianiu ustawowych warunków prowadzenia działalności<sup>486</sup>. Uproszczenie zasad reglamentacji w tym zakresie nie oznacza jednak całkowitej rezygnacji z przeprowadzenia weryfikacji podmiotu gospodarczego oraz rezygnacji z wykonywania kompetencji nadzorczych. W przypadku nadzoru prewencyjnego mogą one przyjąć postać decyzji administracyjnej odmawiającej wpisu do rejestru z uwagi na zaistnienie przesłanek negatywnych określonych w Prawie przedsiębiorców bądź przepisach szczególnych<sup>487</sup>. Bez wątpienia przedsiębiorcy wykonujący działalność regulowaną podlegają nadzorowi ze strony organu rejestrowego już na etapie prowadzenia działalności.

Nadzór bieżący polega na badaniu zgodności działania podmiotów nadzorowanych z zakazami i nakazami wynikającymi z obowiązujących norm oraz doprowadzeniu do stanu, w którym działania podmiotów gospodarczych podejmowane w toku prowadzenia działalności odpowiadają przyjętemu w prawie wzorcowi zachowania<sup>488</sup>. W przypadku nadzoru bieżącego istotne znaczenie zyskują uprawnienia kontrolne, których źródłem poza przepisami materialnymi dotyczącymi danej działalności oraz wyznaczającymi kryteria dokonywanej kontroli, są również przepisy ustrojowe określające

---

<sup>485</sup> A. Chełmoński, [w:] *Administracyjne prawo...*, s. 518.

<sup>486</sup> A. Borkowski, *Struktura prawna nadzoru nad regulowaną działalnością gospodarczą*, „Acta Universitatis Wratislaviensis” 2018, nr 3833, s. 453.

<sup>487</sup> *Ibidem*, s. 453.

<sup>488</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 353.

organizację i zadania organów powołanych do jej prowadzenia<sup>489</sup>. Sprecyzowane ustawowo środki kontroli nakierowane są na ustalenie stanu faktycznego pozwalającego dokonać oceny zgodności z prawem funkcjonowania przedsiębiorcy i wyrażają się w uprawnieniu organu do żądania określonego zachowania, któremu odpowiada obowiązek podmiotu kontrolowanego polegający najczęściej na wydaniu odpowiedniej dokumentacji, umożliwieniu nieskrępowanego dostępu kontrolerów na teren zakładów, dokonania oględzin itp.<sup>490</sup> Co istotne, czynności kontrolne w ramach nadzoru bieżącego mogą być podejmowane z urzędu, w ramach wspomnianych wcześniej ustawowych uprawnień organu. Stwierdzenie w ramach przeprowadzonej kontroli nieprawidłowości, tj. niezgodności ustalonego stanu faktycznego z przewidzianymi przepisami materialnymi wzorcami, uprawnia organ nadzoru do podjęcia odpowiednich kroków nakierowanych na skorygowanie działania przedsiębiorcy<sup>491</sup>. Poza zaleceniami zawieranimi w protokołach kontrolnych, organy nadzorcze w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w ramach przeprowadzonej kontroli są uprawnione do wydania szeregu aktów administracyjnych kształtujących sytuację prawną przedsiębiorcy. Decyzje nadzorcze mogą dotyczyć nakazania podjęcia określonych działań zmierzających do skorygowania stwierdzonych nieprawidłowości, zmiany dotychczasowych uprawnień do prowadzenia działalności gospodarczej, zastosowania przewidzianych prawem sankcji administracyjnych oraz cofnięcia uprawnienia na prowadzenie danej działalności<sup>492</sup>.

#### **2.4.1. Krajowe propozycje ustawodawcze w zakresie nadzoru nad działalnością podmiotu typu real estate investment trust**

Przenosząc powyższe rozważania na grunt krajowych projektów ustawodawczych zakładających wprowadzenie modelu REIT, należy zauważyć, że rozbudowane regulacje dotyczące nadzoru nad bieżącą działalnością tych podmiotów pojawiły się dopiero w projekcie FINN. Projekt SRWN II przyznawał KNF kompetencje organu rejestrowego oraz uprawnienia do odmowy dokonania wpisu do rejestru w ramach nadzoru prewencyjnego, jednak nie podejmował próby uregulowania w szerszym stopniu zasad sprawowanego nadzoru. W przypadku zaprzestania spełniania warunków pozwalających zakwalifikować

---

<sup>489</sup> A. Chełmoński, [w:] *Administracyjne prawo...*, s. 519.

<sup>490</sup> *Ibidem*, s. 520.

<sup>491</sup> T. Kocowski, *Reglamentacja działalności...*, s. 362

<sup>492</sup> *Ibidem*, s. 362.

spółkę jako SRWN, to na spółce ciążył obowiązek złożenia wniosku do KNF o wykreślenie z rejestru<sup>493</sup>. Komisja Nadzoru Finansowego była obowiązana z urzędu wykreślić spółkę z rejestru wyłącznie w przypadku ogłoszenia jej upadłości lub otwarcia likwidacji, wycofania lub wykluczenia akcji z obrotu na rynku oficjalnych notowań bądź w przypadku poinformowania KNF o zaprzestaniu wykonywania działalności, której źródłem są przychody z najmu nieruchomości lub ich części<sup>494</sup>. Projekt ustawy nie zawierał jednak jakichkolwiek regulacji precyzujących zasady nadzoru bieżącego nad działalnością SRWN, uprawnień i obowiązków w zakresie kontroli, a także nie rozstrzygał wprost o statusie KNF jako organu właściwego. Istotny w tym przypadku, jest także brak uwzględnienia w projekcie sankcji związanej z niezłożeniem przez spółę wniosku o wykreślenie z rejestru w przypadku zaprzestania spełniania wymogów.

Powyższe nieścistości zostały w znacznej mierze usunięte w projekcie FINN. Ponownie, to na spółce ciążył obowiązek poinformowania KNF o zaprzestaniu spełniania warunków dotyczących wewnętrznej organizacji lub charakteru prowadzonej działalności, niezwłocznie, nie później niż w terminie czternastu dni od dnia wystąpienia tych okoliczności<sup>495</sup>. Odpowiedni obowiązek dotyczył również przekazania informacji o ogłoszeniu upadłości lub otwarciu likwidacji, jednak w tym przypadku przewidziano dla spółki termin siedmiodniowy<sup>496</sup>. W projekcie realizację przez spółkę FINN obowiązków informacyjnych obwarowano stosowną sankcją administracyjną. Zgodnie z art. 19 ust. 1 projektu FINN spółka, która nie złożyła wniosku do KNF o wykreślenie z rejestru z uwagi na zaprzestanie spełniania warunków jego uzyskania bądź nie spełniła obowiązku informacyjnego w zakresie powiadomienia o ogłoszeniu upadłości lub otwarciu likwidacji, miała podlegać karze pieniężnej w wysokości 500 tys. złotych, nakładanej przez Komisję w drodze decyzji. Tej samej karze miała podlegać spółka, która w terminie czternastu dni od dnia powzięcia wiadomości lub zaistnienia zmian nie przekazała danych będących elementami wniosku o wpis do rejestru, tj. danych dotyczących treści statutu, zmian w rejestrze przedsiębiorców, danych dotyczących członków organów spółki oraz danych odnoszących się do spółek zależnych<sup>497</sup>. Zgodnie z projektem, KNF była uprawniona do wykreślenia FINN z rejestru w drodze decyzji administracyjnej w przypadku

---

<sup>493</sup> Art. 7 ust. 1 projektu SRWN II.

<sup>494</sup> Art. 7 ust. 2 projektu SRWN II.

<sup>495</sup> Art. 11 ust. 1 projektu FINN.

<sup>496</sup> Art. 11 ust. 2 projektu FINN.

<sup>497</sup> Art. 9 ust. 8 projektu FINN. Projekt zakładał wyłączenie tego obowiązku w przypadku, w którym tożsame informacje zostały przekazane KNF na podstawie przepisów wydanych w oparciu o art. 60 ust. 2 u.o.p.s.p.

stwierdzenia niespełniania warunków wymaganej organizacji spółki lub naruszenia zakresu prowadzonej działalności oraz w przypadku niespełniania przez członków organów spółki warunków niekaralności, posiadania odpowiedniego wykształcenia oraz doświadczenia zawodowego<sup>498</sup>. Komisja miała dokonywać wykreślenia również w przypadku ogłoszenia upadłości FINN lub otwarcia jej likwidacji oraz na wniosek samej zainteresowanej<sup>499</sup>.

W projekcie FINN wskazano wprost, że nadzór nad prowadzeniem działalności przez firmy inwestujące w najem nieruchomości sprawuje KNF<sup>500</sup>. Zakres tego nadzoru miał obejmować wypełnianie przez FINN trzech grup warunków odnoszących się odpowiednio do wewnętrznej organizacji spółki i wymaganej treści statutu, realizacji założeń w zakresie preferowanego profilu działalności oraz kompetencji członków organów, tj.<sup>501</sup>:

- 1) warunków określonych w art. 3 pkt 1-7 projektu: - posiadanie siedziby i zarządu na terytorium RP, dopuszczenie akcji do obrotu na rynku oficjalnych notowań, nieoznaczony czas trwania spółki, minimalny kapitał zakładowy 50 mln zł, emisja wyłącznie akcji na okaziciela oraz akcji nieuprzywilejowanych, zawarcie w statusie strategii gospodarczej spółki oraz spółek zależnych;
- 2) warunków określonych w art. 7 ust. 1 projektu – utrzymywanie wartości stanowiących własność nieruchomości mieszkalnych oraz udziałów lub akcji spółek zależnych na poziomie nie niższym niż 80% wartości bilansowej aktywów firmy, uzyskiwanie co najmniej 90% przychodów z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych stanowiących jej własność lub z odpłatnego zbycia tych nieruchomości, które były przed ich zbyciem wynajmowane przez firmę co najmniej przez rok, lub z tytułu udziałów w spółkach zależnych lub ze sprzedaży udziałów lub akcji spółek zależnych, uzyskiwanie przychodów z najmu z co najmniej 5 nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, utrzymywanie wartość nominalną zobowiązań wynikających z finansowania dłużnego, w tym z tytułu zaciągniętych kredytów, pożyczek lub emisji obligacji na poziomie nie wyższym niż 50% wartości

---

<sup>498</sup> Art. 11 ust. 3 projektu FINN.

<sup>499</sup> Art. 11 ust. 4 projektu FINN.

<sup>500</sup> Art. 17 ust. 1 projektu FINN.

<sup>501</sup> Art. 17 ust. 2 projektu FINN.

bilansowej aktywów, a także dokonywanie na rzecz akcjonariuszy podziału zysku wynikającego z rocznego sprawozdania w określonej w projekcie kwocie;

- 3) warunków określonych w art. 13 ust. 2 i 3 projektu – wymogi dotyczące niekaralności, wykształcenia i doświadczenia prezesa, członka zarządu oraz niekaralności członków rady nadzorczej.

Zakres nadzoru KNF obejmowałby więc czuwanie nad spełnianiem przez FINN warunków ustrojowych, majątkowych oraz predyspozycji członków organów do zasiadania w ich składzie<sup>502</sup>. W uzasadnieniu projektu ustawy wskazano, że powierzenie KNF nadzoru nad działalnością FINN będzie uzupełnieniem szerszego nadzoru sprawowanego przez Komisję nad rynkiem kapitałowym oraz podmiotami notowanymi na rynku regulowanym<sup>503</sup>. Należy jednak zauważyć, że o ile KNF posiada wszelkie środki i kompetencje do oceny realizacji warunków ustrojowych oraz personalnych, charakter działalności jaki miały prowadzić funkcjonujące w modelu REIT spółki FINN pozostaje odległy od innych rodzajów działalności, nad którymi KNF sprawuje nadzór merytoryczny. Szerze rozwinięcie tej problematyki nastąpi w podrozdziale poświęconym ocenie przynależności podmiotów typu REIT do katalogu podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym.

Zgodnie z założeniami projektu, osoby wchodzące w skład organów zarządzających lub nadzorczych FINN albo pozostające z nią w stosunku pracy lub będące likwidatorem, syndykiem w postępowaniu upadłościowym lub zarządcą w postępowaniu restrukturyzacyjnym, miały być obowiązane do niezwłocznego udzielenia, na żądanie KNF lub jej upoważnionego przedstawiciela, pisemnych lub ustnych informacji i wyjaśnień, a także sporządzenia i przekazania, na jej koszt, kopii dokumentów i innych nośników informacji, niezbędnych do wykonania nadzoru<sup>504</sup>. Obowiązek miał obejmować również biegłych rewidentów oraz osoby wchodzące w skład organów zarządzających firm audytorskich lub osoby pozostające z firmą audytorską w stosunku pracy, w zakresie związanym z wykonywaniem na rzecz FINN czynności rewizji finansowej w rozumieniu art. 2 pkt 7 u.b.r. oraz innych usług świadczonych przez firmy audytorskie określone w art. 47 ust. 2 u.b.r.

Pomimo rozwinięcia i doprecyzowania regulacji w zakresie nadzoru bieżącego nad działalnością tych spółek, projekt FINN nie przewidywał szerokiego katalogu

---

<sup>502</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 15.

<sup>503</sup> *Ibidem*.

<sup>504</sup> Art. 17 ust. 3 projektu FINN.

prawnych środków oddziaływania, do których stosowania uprawniona była KNF. Akty administracyjne wydawane w procesie wykonywania nadzoru miały ograniczać się jedynie do decyzji w przedmiocie wykreślenia z rejestru, a więc utraty statusu FINN, ewentualnie do decyzji nakładającej kary administracyjne i to w stosunkowo wąskim zakresie. Porównując projektowane propozycje z regulacjami ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz innymi ustawami dotyczącymi podmiotów działających na rynku finansowym, należy stwierdzić, że projekt FINN w sposób bardzo wąski określał uprawnienia nadzorcze KNF.

W literaturze wskazuje na trzy grupy środków nadzoru stosowanych przez KNF, mianowicie: 1) środki nadzoru prewencyjnego stosowane w ramach funkcji reglamentacyjnej; 2) środki nadzoru kształtującego stosowane w ramach funkcji kierownictwa; 3) środki nadzoru represyjnego stosowane w ramach funkcji nadzoru policyjnego<sup>505</sup>. Wydaje się, że w przypadku propozycji implementacji do polskiego porządku prawnego norm regulujących ramy działalność krajowego podmiotu typu REIT, mającego w założeniu prowadzić wielkoskalową działalność angażująca znaczne środki finansowe akcjonariuszy, zasadnym byłoby poszerzenie katalogu środków nadzorczych. Chodzi w tym przypadku przede wszystkim o środki zaliczane do kategorii środków nadzoru kształtującego, pozwalające na korygowanie nieprawidłowości w funkcjonowaniu FINN, poprzedzające stosowanie środków represyjnych skutkujących wykreśleniem z rejestru i utratą tego statusu. Jest to istotne biorąc pod uwagę charakter warunków związanych z dostępem do prowadzenia działalności w modelu REIT, w szczególności w zakresie wymagań co do portfela aktywów i struktury przychodów, które w warunkach rynkowych mogą podlegać istotnym wahaniom. Spółka z przyczyn od niej niezależnych lub wynikających z logicznej oceny sytuacji gospodarczej, może być zmuszona do podjęcia decyzji mogących skutkować naruszeniem przewidzianego w przepisach stosunku wartości aktywów nieruchomościowych do ogólnej wartości bilansowej aktywów lub odpowiedniego stosunku przychodów kwalifikowanych do przychodów w ogólności. Rozwiązaniem stanowczo niekorzystnym zarówno z punktu widzenia inwestorów, jak i stabilności sektora byłaby konieczność automatycznego pozbawienia spółki prawa do wykonywania działalności w tym modelu, bez możliwości zastosowania jakichkolwiek środków korygujących.

---

<sup>505</sup> R. Mroczkowski, *Prawne formy realizacji kompetencji nadzorczych Komisji Nadzoru Finansowego*, [w:] *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2012, LEX; P. Szczeńsiak, *Zgrupowania solidarnościowe banków spółdzielczych. Konstrukcja normatywna*, Warszawa 2022, s. 387.

## 2.4.2. Nadzór nad podmiotami typu real estate investment trust a nadzór nad rynkiem finansowym

Omawiając problematykę nadzoru nad działalnością podmiotów typu REIT oraz ich ewentualnych krajowych odpowiedników, należy pochylić się nad zagadnieniem dotyczącym zasadności powierzenia obowiązków związanych z ich rejestracją (reglamentacją) oraz bieżącym nadzorem KNF. Odpowiedź na to pytanie zdaje się sprowadzać do podstawowego problemu, jakim jest przynależność podmiotów typu REIT do katalogu podmiotów działających na rynku finansowym. Komisja Nadzoru Finansowego jako zintegrowany organ nadzoru nad rynkiem finansowym, jest jedynym w państwie organem mającym wyłączne kompetencje w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym<sup>506</sup>. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym w art. 3 statuuje, że Komisja Nadzoru Finansowego oraz Przewodniczący Komisji stanowią organy Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, będącego państwową osobą prawną powołaną do obsługi tychże organów, nad która nadzór sprawuje Prezes Rady Ministrów. Powyższy przepis uległ istotnej zmianie w stosunku do swojej pierwotnej treści i w większym stopniu podkreślił rolę Urzędu Komisji jako jednostki wyposażonej w osobowość prawną<sup>507</sup>. Pomimo wprowadzonej zamiany i utraty przez samą KNF statusu *statio fisci* na rzecz Urzędu Komisji, w dalszym ciągu to KNF pozostaje właściwym organem władzy publicznej w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym, wyposażonym w kompetencję do władczego oddziaływania na podmioty nadzorowane<sup>508</sup>. Powstałe spory dotyczące statusu prawnego KNF w głównej mierze sprowadzały się do możliwości jej zakwalifikowania jako centralnego organu administracji rządowej<sup>509</sup>. W orzecznictwie TK podkreślono, że do uznania jakiegoś urzędu za urząd administracji rządowej konieczne jest równoczesne spełnienie przesłanek wykonywania zadań mających charakter administracji publicznej oraz umiejscowienie w segmencie aparatu państwowego na czele którego stoi Rada Ministrów<sup>510</sup>. Charakter działalności KNF, jej skład oraz zakres nadzoru sprawowanego przez Prezesa Rady Ministrów doprowadziło do uznania Komisji za organ administracji publicznej, usytuowany poza administracją rządową<sup>511</sup>. Komisja Nadzoru Finansowego nie posiada

<sup>506</sup> P. Szczęśniak, [w:] *Zgrupowania solidarnościowe...*, s. 363-364.

<sup>507</sup> P. Wojno, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom II*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 673.

<sup>508</sup> *Ibidem*, s. 673.

<sup>509</sup> E. Komierzyńska-Orlińska, *Charakter prawny Komisji Nadzoru Finansowego*, „Opolskie Studia Administracyjno-Prawne” 2018, XVI/1(2), s. 182.

<sup>510</sup> Wyrok TK z dnia 28 kwietnia 1999 r., sygn. K 3/99, Legalis.

<sup>511</sup> Wyrok TK z dnia 15 czerwca 2011 r., sygn. K 2/09, Legalis.

umocowania w przepisach rangi konstytucyjnej, jednak za zakwalifikowaniem jej jako organu administracji publicznej przemawiają przede wszystkim działanie w imieniu i na rachunek państwa, wykonywanie zadań z zakresu administracji publicznej, wyodrębnienie organizacyjne, działanie w ramach przyznanego prawem kompetencji oraz uprawnienie do stosowania środków władczych<sup>512</sup>.

Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym określa organizację, zakres i cel sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym, który został powierzony KNF, nie podejmując jednak próby stworzenia definicji legalnej tego rynku<sup>513</sup>. W literaturze podnosi się bowiem, że z uwagi na dynamikę rozwoju tego rynku oraz różnorodność zachodzących na nim procesów, niemożliwe jest stworzenie definicji na tyle ogólnej, aby cechowała się przydatnością<sup>514</sup>. Wspierając się w tym zakresie występującymi w nauce przedmiotu definicjami, rynek finansowy można określić jako „ogół transakcji związanych z przemieszczaniem kapitałów pieniężnych od podmiotów dysponujących wolnymi środkami do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na takie środki”<sup>515</sup> lub prościej jako „transakcje których przedmiotem jest pieniądz w formie prawa do jego czasowego wykorzystania”<sup>516</sup>. P. Zapadka z kolei, definiuje rynek finansowy jako ogół działań o charakterze ekonomicznym i związanych z tym czynności prawnych dokonywanych między przedsiębiorcami, przy użyciu instrumentów finansowych i za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji rynku finansowego, których przedmiotem jest przepływa i alokacja środków finansowych<sup>517</sup>. Istotnymi elementami tego rynku jest więc przedmiot obrotu, którym jest pieniądz oraz wyspecjalizowane podmioty uczestniczące w procesie jego wymiany. Na tym aspekcie skupia się również ustawodawca wskazując w art. 1 ust. 2 u.n.r.f., nadzór nad jakimi formami działalności zalicza się do pojęcia nadzoru nad rynkiem finansowymi, a więc pośrednio określając podmioty podlegające temu nadzorowi. Można spotkać się ze stwierdzeniem, że pojęcie rynku finansowego w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym zostało zdefiniowane w sposób podmiotowy<sup>518</sup>.

---

<sup>512</sup> E. Komierzyńska-Orlińska, *Charakter prawny...*, s. 185; P. Zawadzka, *Modele nadzoru rynku finansowego. Aspekty prawne*, Warszawa 2017, s. 137; A. Nadolska, *Status prawny Komisji Nadzoru Finansowego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2011, vol. 45, s. 133.

<sup>513</sup> Art.1 u.n.r.f.

<sup>514</sup> P. Wojno, [w:] *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 655; P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009, s. 19.

<sup>515</sup> W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 183.

<sup>516</sup> P. Szczęśniak, [w:] *Prawo finansowe. Wybrane zagadnienia*, red. A. Hanusz, Warszawa 2019.

<sup>517</sup> P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 1, s. 28.

<sup>518</sup> G. Kuca, [w:] *Administracja publiczna. Ustrój administracji państwowej centralnej. Tom I*, red. B. Szmulik, K. Miaskowska-Daszkiewicz, Warszawa 2012, s. 512.

Nasuwa się więc pytanie o kryteria przemawiające za włączeniem danego podmiotu w system nadzoru nad rynkiem finansowym. Określony w ustawie cel nadzoru nad rynkiem finansowym sprowadza się do zapewnienia prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku poprzez rzetelną informację dotyczącą jego funkcjonowania<sup>519</sup>. Nie ulega wątpliwości, że w warunkach rozwiniętych gospodarek rynkowych, prawidłowo funkcjonujący rynek finansowy umożliwiający swobodny przepływ kapitału odgrywa szczególną rolę zarówno w aspekcie makroekonomicznym, jak i mikroekonomicznym<sup>520</sup>. Czynnikiem ten nie jest jednak decydujący, ponieważ w rozwiniętych gospodarkach równie znaczącą rolę odgrywają sektory infrastrukturalne, energetyczne, zapewniające dostęp do komunikacji cyfrowej itp.<sup>521</sup> Kluczowym w tym przypadku zdaje się być charakter działalności podejmowanej przez podmioty działające na tym rynku, oparty często na finansowaniu działalności środkami zewnętrznymi oraz tendencja do obciążania posiadanych środków nadmiernym ryzykiem. Wymaga to, dołożenia szczególnych starań w celu minimalizacji możliwości nadużyć, zapewnienia odpowiedniego poziomu pewności dla klientów instytucji finansowych oraz utrzymania stabilności systemu finansowego, która w przypadku rynku finansowego jest szczególnie narażona na działanie negatywnych czynników, takich jak utrata płynności czy wystąpienie paniki rynkowej<sup>522</sup>.

Potrzeba stosowania nadzoru nad poszczególnymi podmiotami zaangażowanymi w działalność na rynku finansowym będzie więc wyrażała się nie tylko w konieczności ochrony prywatnego interesu klientów instytucji finansowych, ale również dóbr publicznych, takich jak wskazane wyżej bezpieczeństwo, przejrzystość i stabilność rynku<sup>523</sup>. Włączeniu w system nadzoru podlegać powinny zatem tylko te podmioty, których działalność związana jest z rynkiem finansowym oraz w przypadku których, realizacja ryzyk rynkowych lub nieprawidłowe zarządzanie może powodować znaczne negatywne skutki dla stabilności całego systemu finansowego oraz całej gospodarki<sup>524</sup>. Ustawodawca

---

<sup>519</sup> Art. 2 u.n.r.f.

<sup>520</sup> J. Monkiewicz, *Wyzwania współczesnego nadzoru nad rynkiem finansowym*, [w:] *Wyzwania współczesnych rynków finansowych*, red. L. Gąsiorkiewicz, J. Monkiewicz, Warszawa 2019, s. 63; P. Zapadka, *Aspekty prawne...*, s. 29.

<sup>521</sup> J. Monkiewicz, *Wyzwania współczesnego...*, s. 63.

<sup>522</sup> *Ibidem*, s. 64; D. Llewellyn, *The economic rationale for financial regulation*, Financial Services Authority 1999, s. 9.

<sup>523</sup> J. Monkiewicz, *Wybrane problemy kształtowania się nadzoru ubezpieczeniowego w Polsce w minionym piętnastolecu*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” 2007, nr 1(2), s. 5 i nast.

<sup>524</sup> Pojęcie stabilności finansowej nie jest definiowane jednolicie i może być rozumiane jako stan prawidłowego wypełniania swoich funkcji przez system finansowy (we wszystkich okolicznościach, zatem

określając sektory wchodzące w zakres nadzoru nad rynkiem finansowym oraz precyzując szczegółowe akty prawne będące podstawą sprawowania tego nadzoru przesądza, które podmioty mają kluczowe znaczenie dla utrzymania stabilności systemu finansowego lub działalność których stwarza szczególne ryzyko dla klientów i innych uczestników obrotu.

Zgodnie z art. 1 ust. 2 u.n.r.f., nadzór nad rynkiem finansowym obejmuje m.in. nadzór bankowy, nadzór emerytalny, nadzór ubezpieczeniowy, nadzór nad rynkiem kapitałowym, nadzór nad instytucjami płatniczymi, nadzór nad agencjami ratingowymi, nadzór uzupełniający nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego, nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi, nadzór nad pośrednikami kredytu hipotecznego oraz ich agentami oraz nadzór nad instytucjami pożyczkowymi. Projekt FINN zakładał nowelizację ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym poprzez dodanie do art. 1 ust. 2 kolejnego punktu, włączającego w zakres nadzoru nad rynkiem finansowym nadzór nad firmami inwestującymi w najem nieruchomości<sup>525</sup>. Zmianie ulec miała również treść art. 12 ust. 2 u.n.r.f., poprzez dodanie zastrzeżenia, że do wyłącznej właściwości KNF należy nadzór nad FINN w sprawach: a) wykreślenia FINN z rejestru; b) nakazanie FINN zmiany członków zarządu lub rady nadzorczej; c) nakładania przewidzianych w projekcie kar pieniężnych<sup>526</sup>. Projektodawca zakładał wprost włączenie krajowych podmiotów działających w modelu REIT w system nadzoru nad rynkiem finansowym.

W trakcie opiniowania projektu FINN wskazywano na brak zasadności powierzenia zadań nadzorczych nad działalnością tych podmiotów KNF, z uwagi na brak możliwości uznania ich, nawet *sensu largo*, za podmioty świadczące usługi finansowe<sup>527</sup>. Istota modelu REIT polegająca na gromadzeniu środków od akcjonariuszy i wypłacie wypracowanego zysku w formie dywidendy, wskazuje na jej typowo inwestycyjny charakter. Zgodnie z projektem ustawy przeważającym przedmiotem działalności FINN miał być

---

również w sytuacji kryzysu) albo jako stan niewystępowania kryzysu. Pojęcia stabilności finansowej i stabilności systemu finansowego są często utożsamiane i stosowne zamiennie. Stabilność systemu finansowego dotyczy działalności instytucji i podmiotów wpływających na działanie tego systemu, podczas gdy stabilność finansowa odnosi się do stanu ogólnej równowagi i związana jest z ilością pieniądza w obiegu gospodarczym; Zob. szerzej, M. Foltyński, *Stabilność finansowa w świetle regulacji ostrożnościowych banków*, Warszawa 2019, s. 19 i nast.

<sup>525</sup> Art. 26 projektu FINN.

<sup>526</sup> *Ibidem*.

<sup>527</sup> Raport z opiniowania projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (UD370), ([bit.ly/3INy95D](https://bit.ly/3INy95D)), s. 14, (dostęp: 30.11.2025 r.), dalej jako: raport z opiniowania projektu FINN.

najem nieruchomości mieszkalnych, który określić można mianem ogólnego celu handlowego lub przemysłowego, zgodnie z klasyfikacją wynikającą z wytycznych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych<sup>528</sup>. Posiadanie przez podmiot typ REIT ogólnego celu handlowego lub przemysłowego, wyklucza możliwości uznania ich za przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w rozumieniu art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI, pomimo że inne cechy związane z ich funkcjonowaniem mogłyby prowadzić do odmiennej konkluzji<sup>529</sup>.

Należy zauważyć, że w przypadku wymogu związanego z koniecznością dopuszczenia akcji spółki do obrotu na rynku oficjalnych notowań, FINN podlegałyby nadzorowi ze strony KNF sprawowanego na podstawie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym<sup>530</sup>. Przepis art. 5 u.n.r.k. wśród podmiotów podlegających nadzorowi KNF z uwagi na ciążące na nich obowiązki związane z uczestnictwem w rynku, wskazuje emitentów dokonujących oferty publicznej papierów wartościowych w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej lub emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub które są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, a także emitentów, którzy ubiegając się o dopuszczenie lub wprowadzenie ich papierów wartościowych do takiego obrotu. W projekcie FINN przewidziano odpowiednie wymogi informacyjne oraz obowiązek przekazywania informacji w trybie określonym w art. 56 u.o.p.s.p., umożliwiające inwestorom ocenę sytuacji gospodarczej, majątkowej i finansowej tej firmy oraz ryzyka związanego z dokonywaną przez nich inwestycją<sup>531</sup>. W związku z powyższym FINN jako emitent dokonujący oferty publicznej byłby uczestnikiem rynku kapitałowego stanowiącego jeden z segmentów rynku finansowego<sup>532</sup>. Należy jednak pamiętać, że charakter nadzoru sprawowanego przez KNF nad spółkami notowanymi na rynku regulowanym, w głównej mierze ogranicza się do wykonywania przewidzianych prawem obowiązków informacyjnych<sup>533</sup>. Obowiązki te, dotyczą wszystkich rodzajów spółek notowanych na rynku regulowanym, niezależnie od dominującego przedmiotu ich działalności. Sam fakt notowania spółki na rynku regulowanym nie może być jednak jednym z czynników decydującym o objęciu

---

<sup>528</sup> *Ibidem*, s. 14, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI*, ([bit.ly/46OXGTZ](https://bit.ly/46OXGTZ)), s. 3, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>529</sup> *Ibidem*, s. 5 i nast.

<sup>530</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1161 z późn. zm.).

<sup>531</sup> Art. 16 ust. 1 projektu FINN.

<sup>532</sup> P. Zapadka, *Aspekty prawne...*, s. 20.

<sup>533</sup> Raport z opiniowania projektu FINN, s. 16.

podmiotu szerszym nadzorem ze strony KNF, odnoszącym się do prawidłowości prowadzonej działalności operacyjnej<sup>534</sup>.

Sprawowanie przez KNF nadzoru nad podmiotami działającymi w modelu REIT w sposób prawidłowy i efektywny, jest powiązane z aspektem dopuszczalnego przedmiotu działalności, który w przypadku projektu FINN został zawężony do wynajmu nieruchomości mieszkalnych<sup>535</sup>. Kwestia zasadności powierzenia KNF nadzoru nad krajowym odpowiednikiem podmiotów typu REIT kształtowałyby się inaczej, w przypadku stworzenia ram prawnym umożliwiającym działalność w segmencie instrumentów finansowych powiązanych z rynkiem nieruchomości, na wzór amerykańskich *mortgage-REIT*. Profil działalności ukierunkowany na osiągnięcie zysków z odsetek oraz posiadanych papierów wartościowych jest jednak diametralnie inny od zaproponowanego powiązania inwestycji FINN *stricte* z rynkiem realnym. Komisja Nadzoru Finansowego w przypadku powierzenia jej funkcji reglamentacyjnej i funkcji nadzorczej musiałaby kontrolować działalność FINN, także w zakresie oceny charakteru nieruchomości będących przedmiotem inwestycji, co wydaje się znacząco wykraczać poza dotychczasowe zadania realizowane przez KNF i sposób jej działania w ramach nadzoru nad rynkiem kapitałowym<sup>536</sup>.

#### **2.4.3. Nadzór nad działalnością podmiotów typu real estate investment trust w prawodawstwie państw europejskich**

Pomimo wskazanych wyżej wątpliwości, odnoszących się do umiejscowienia podmiotów typu REIT w ramach katalogu podmiotów rynku finansowego, rozwiązania zakładające powierzenie nadzoru nad ich działalnością organom właściwym w sprawach nadzoru nad rynkiem finansowym, obowiązują w niektórych państwach europejskich. Przykładem państw, w których przyjęto takie rozwiązanie są wspomniane w poprzednim podrozdziale Belgia, Bułgaria oraz Grecja. Regulacja belgijska, w której funkcje organu reglamentacyjnego oraz organu nadzoru nad działalnością SIRP zostały powierzone Belgijskiej Komisji Nadzoru, jest najbardziej rozbudowana i gwarantuje temu organowi szeroki katalog środków oddziaływania na bieżące funkcjonowanie SIRP. Ustawa belgijska stanowi wprost o powierzeniu nadzoru nad działalnością podmiotów funkcjonujących

---

<sup>534</sup> *Ibidem*, s. 16

<sup>535</sup> Art. 5 ust. 1 projektu FINN.

<sup>536</sup> Raport z opiniowania projektu FINN, s. 17.

w tym modelu Belgijskiej Komisji Nadzoru<sup>537</sup>. Spółka SIRP jest obowiązana składać roczne i półroczne raporty, których szczegółowa treść wynika z dekretu królewskiego będącego aktem wykonawczym do ustawy, wydanym w uzgodnieniu organem nadzoru<sup>538</sup>. Belgijska Komisja Nadzoru posiada szerokie uprawnienia kontrolne. Może zażądać wszelkich informacji i dokumentów związanych z organizacją, funkcjonowaniem, sytuacją i działalnością kontrolowanej spółki, a także oceny i rentowności jej aktywów. Uprawnienie to, odnosi się także do żądania tożsamyh informacji dotyczących spółek zależnych, w zakresie w jakim jest to niezbędne do sprawowania kontroli nad SIRP. Kontrola może być prowadzona w siedzibie SIRP oraz jej spółek zależnych, a Belgijska Komisja Nadzoru jest uprawniona do sporządzania kopii wszelkich dokumentów i utrwalania informacji, w celu sprawdzenia przestrzegania przepisów ustawy, prawidłowości i rzetelności ksiąg rachunkowych, rocznych sprawozdań finansowych, prawidłowości sprawozdań rocznych i półrocznych, o których mowa w art. 50 § 1, sprawdzenia adekwatności struktur zarządczych i kontroli wewnętrznej, a także sprawdzenia sposobu sprawowania zarządu w sposób rozsądny i ostrożny<sup>539</sup>.

W przypadku stwierdzenia, że SIRP nie działa zgodnie z przepisami ustawy, aktów wykonawczy lub postanowień statutu spółki, a także w przypadku gdy jej zarządzanie lub sytuacja finansowa dają podstawy do kwestionowania należytego sposobu wykonywania swoich zobowiązań bądź kontrola wewnętrzna wykazuje poważne braki i istnieje ryzyko naruszenia wykonywania praw udziałowych z akcji spółki będących przedmiotem oferty publicznej, Belgijska Komisja Nadzoru wyznacza termin, w którym spółka obowiązana jest naprawić stwierdzone nieprawidłowości. Brak terminowej realizacji zaleceń skutkuje możliwością zastosowania określonych środków nadzorczyh, takich jak: publikacja stanowiska w sprawie dokonanych ustaleń na koszt spółki, wyznaczenie specjalnego komisarza, zawieszenie lub zakaz na określony okres emisji lub wykupu akcji spółki oraz zawieszenie lub zakaz obrotu tymi akcjami, nakazanie zmiany członków organów spółki, a także cofnięcie zezwolenia na prowadzenie działalności przez SIRP<sup>540</sup>. Zarówno w przypadku sankcyjnego cofnięcia zezwolenia, jak i jego cofnięcia na wniosek spółki lub wskutek stwierdzenia nierozpoczęcia przez nią działalności w ciągu dwunastu miesięcy od wydania zezwolenia, zaprzestania wykonywania działalności przez okres

---

<sup>537</sup> Ustawa z dnia 12 maja 2014 r. dotycząca regulowanych spółek nieruchomościowych, artykuł 52 § 1.

<sup>538</sup> *Ibidem*, artykuł 50.

<sup>539</sup> *Ibidem*, artykuł 52 § 1.

<sup>540</sup> *Ibidem*, artykuł 64 § 1.

przekraczający sześć miesięcy lub ogłoszenia upadłości spółki, SIRP podlega do czasu zabezpieczenia interesów akcjonariuszy przepisom ustawy i nadzorowi Belgijskiej Komisji Nadzoru, która może w tym okresie zwolnić spółkę z realizacji niektórych wymogów<sup>541</sup>. Belgijska Komisja Nadzoru niezależnie od innych środków przewidzianych w ustawie, jest również uprawniona do nakładania administracyjnych kar pieniężnych w przypadku stwierdzenia naruszeń przepisów ustawy lub w przypadku niezastosowania się w wyznaczonym terminie do sformułowanych zaleceń. Wysokość możliwej do zastosowania przez organ kary administracyjnej wynosi nie mniej niż 5 tys. euro i nie więcej niż 2,5 mln euro<sup>542</sup>.

W Grecji organem odpowiedzialnym za nadzór i kontrolę nad funkcjonowaniem REIC jest Grecka Komisja Rynku Kapitałowego<sup>543</sup>. Organ ten, poza uprawnieniami kontrolnymi związanymi z możliwością przeprowadzenia stosownego audytu, żądania dostępu do dokumentów oraz możliwości wzywania i odbierania zeznań od świadków, stosuje przewidziane w ustawie administracyjne kary pieniężne<sup>544</sup>. Adresatem decyzji nakładających karę pieniężną może być spółka, członkowie jej zarządu, członkowie kadry kierowniczej, a w niektórych przypadkach również akcjonariusze. W sytuacji naruszenia przepisów ustawy lub decyzji wydanych w oparciu o te przepisy, Grecka Komisja Rynku Kapitałowego jest uprawniona do nałożenia na spółkę nagany lub kary pieniężnej w wysokości od 1 tys. do 1 mln euro. Stosowanie kar pieniężnych wobec greckich REIC wiąże się ze stosunkowo szerokim stopniem uznania organu. Przy wyborze sankcji i obliczaniu kary Grecka Komisja Rynku Kapitałowego uwzględnia rozmiar i znaczenie naruszenia, ryzyko naruszenia interesów inwestorów, wysokość wyrządzonej szkody, możliwość jej naprawienia, środki podjęte przez spółkę w celu zapewnienia przestrzegania przepisów w przyszłości, stopień winy spółki, stopień współpracy na etapie postępowania wyjaśniającego i kontrolnego, potrzeby w zakresie prewencji ogólnej i szczególnej oraz możliwość ponownego naruszenia przepisów ustawy lub decyzji wydanych na jej podstawie<sup>545</sup>. W przypadku naruszeń dokonanych przez wskazane w ustawie osoby fizyczne kara pieniężna może wynosić od 500 do 600 tys. euro, a przy jej nakładaniu również stosuje się opisane wyżej dyrektywy<sup>546</sup>. Ustawa grecka przewiduje odpowiednie sankcje

---

<sup>541</sup> *Ibidem*, artykuł 67 § 1.

<sup>542</sup> *Ibidem*, artykuł 66 § 1.

<sup>543</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 30 ust. 1.

<sup>544</sup> *Ibidem*, artykuł 30 ust. 2 i 3.

<sup>545</sup> *Ibidem*, artykuł 30 ust. 4.

<sup>546</sup> *Ibidem*, artykuł 30 ust. 5.

administracyjne wobec osób odmawiających współpracy w trakcie prowadzonej kontroli (do 300 tys. euro) lub podających do wiadomości publicznej fałszywe oświadczenia lub ogłoszenia na temat danych finansowych REIC i ich spółek zależnych, w tym jej inwestycji i zysków, w celu zachęcenia inwestorów (do 400 tys. euro)<sup>547</sup>. Grecka Komisja Rynku Kapitałowego ma prawo do wydania publicznego ogłoszenia o środkach lub sankcjach nałożonych w przypadku naruszenia przepisów ustawy lub decyzji wydanych na jej podstawie, chyba że upublicznienie informacji mogłoby poważnie zakłócić funkcjonowanie rynków finansowych, zaszkodzić interesom inwestorów lub spowodować nieproporcjonalne szkody<sup>548</sup>.

Ustawa grecka przewiduje możliwość cofnięcia zezwolenia na utworzenie i prowadzenie działalności przez REIC, w przypadku braku wprowadzenia akcji tej spółki do obrotu na rynku regulowanym w terminie dwóch lat do jej utworzenia. Okres ten może być przedłużony na wniosek spółki maksymalnie o trzydzieści sześć miesięcy w sytuacji działania siły wyższej lub uznania przez Grecką Komisję Nadzoru, że istniejące warunki rynkowe stanowią zagrożenie dla notowania akcji spółki na rynku regulowanym. Cofnięcie zezwolenia skutkuje postawieniem spółki w stan likwidacji oraz cofnięciem przysługujących ulg i innych korzyści podatkowych przewidzianych w przepisach<sup>549</sup>.

W przypadku Bułgarii funkcję organu nadzoru na działalnością tamtejszych SPIC, również powierzono organowi właściwemu w sprawach nadzoru nad rynkiem finansowym, tj. Bułgarskiej Komisji Nadzoru Finansowego<sup>550</sup>. Bułgarska KNF jest organem właściwym w sprawie wydawania zezwoleń oraz może cofnąć zezwolenie w przypadku, gdy SPIC<sup>551</sup>:

- 1) nie rozpoczęła wykonywania działalności w terminie dwunastu miesięcy od dnia wydania zezwolenia albo nie wykonywała tej działalności przez okres dłuższy niż sześć miesięcy;
- 2) przedstawiła nieprawdziwe informacje lub dokumenty o fałszywej treści, które stanowiły podstawę wydania zezwolenia;

---

<sup>547</sup> *Ibidem*, artykuł 30 ust. 6-9; W przypadku, w którym podanie do wiadomości publicznej fałszywego oświadczenia lub ogłoszenia na temat danych finansowych REIC i jej spółek zależnych, w tym jej inwestycji i zysków, jest dokonywane w celu przyciągnięcia inwestorów poprzez wprowadzenie ich w błąd, czyn ten stanowi przestępstwo zagrożone karą pozbawienia wolności do lat trzech oraz grzywną w wysokości od 50 do 300 tys. euro.

<sup>548</sup> *Ibidem*, artykuł 30 ust. 10.

<sup>549</sup> *Ibidem*, artykuł 30 ust. 1-4.

<sup>550</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 3 ust. 1.

<sup>551</sup> *Ibidem*, artykuł 16 ust. 1; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (Dz. U. UE. L 2014 r. nr 173, s. 1 z późn. zm.).

- 3) przestała spełniać warunki, na podstawie których zezwolenie zostało udzielone;
- 4) wyraźnie zrezygnowała z wydanego zezwolenia;
- 5) nie zastosowała się do środka administracyjnego nałożonego na mocy niniejszej ustawy, ustawy o ofercie publicznej papierów wartościowych, ustawy o działalności programów zbiorowego inwestowania lub stosownych aktów wykonawczych do tych ustaw;
- 6) rażąco lub uporczywie narusza przepisy niniejszej ustawy, ustawy o ofercie publicznej papierów wartościowych, ustawy o wdrożeniu środków przeciwdziałania nadużyciom na rynku instrumentów finansowych oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku.

W przypadku cofnięcia zezwolenia z powodu złożenia wniosku przez zainteresowaną SPIC, wydanie decyzji nie kończy jej bytu prawnego, a spółka staje się zwykłą publiczną spółką akcyjną, podlegającą nadzorowi komisji do czasu dokonania odpowiednich zmian w rejestrze handlowym. Cofnięcie zezwolenia z powodu ziszczenia się pozostałych przesłanek skutkuje wprowadzeniem spółki w stan likwidacji, zgodnie z odpowiednimi przepisami prawa handlowego. Organ podejmuje w tym przypadku odpowiednie kroki informacyjne skierowane do inwestorów oraz podmiotów organizujących rynek regulowany, na którym akcje spółki są przedmiotem obrotu<sup>552</sup>.

W zakresie stosowania przez Bułgarską KNF administracyjnych środków nadzorczych wobec SPIC, członków zarządu, prokurentów, pracowników i likwidatorów naruszających swym działaniem lub zaniechaniem przepisy ustawy, aktów wykonawczych, decyzji komisji lub utrudniania wykonywania czynności kontrolnych, stosuje się odpowiednio środki przewidziane w ustawie o ofercie publicznej papierów wartościowych<sup>553</sup>. Bułgarska KNF może m.in.: zobowiązać do podjęcia określonych działań niezbędnych do zapobieżenia i usunięcia naruszeń w terminie przez siebie określonym, zwołać walne zgromadzenie akcjonariuszy lub posiedzenie organów zarządzających i kontrolnych w celu podjęcia decyzji w sprawie nałożonych środków, informować opinię publiczną

---

<sup>552</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 17 ust. 2 i 5; Konieczność dokonania zmian w rejestrze handlowych związana jest, w szczególności z obowiązkiem zmiany nazwy podmiotu i wykreślenia z niej oznaczeń dodatkowych, do których używania uprawnione są jedynie SPIC.

<sup>553</sup> *Ibidem*, artykuł 58 ust. 1 i 2; Ustawa z dnia 30 listopada 1999 r. o ofercie publicznej papierów wartościowych, artykuł 212, (Закон за публичното предлагане на ценни книжа), (<https://lex.bg/laws/ldoc/2134697472>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

o działaniach zagrażających interesom inwestorów<sup>554</sup>. Przewidziane w ustawie środki mogą być również stosowane wobec osób wykonujących działalność bez zezwolenia wymaganego na mocy ustawy, a wszystkie decyzje administracyjne w przedmiocie zastosowania określonego środka nadzoru posiadają rygor natychmiastowej wykonalności<sup>555</sup>. Ponadto regulacja bułgarska zawiera szeroki katalog administracyjnych kar pieniężnych stosowanych w przypadku naruszenia postanowień ustawy.

Problematyka nadzoru na podmiotami typu REIT oraz utraty możliwości działania w tym modelu kształtuje się odmiennie w przypadku podmiotów działających w oparciu o model podatkowy. Organy podatkowe właściwe w sprawie oceny zeznań podatkowych podmiotów typu REIT, nie posiadają uprawnień nadzorczych umożliwiających władczą ingerencję w sferę ich działalności. Ograniczają się jedynie do kontroli przewidzianych w prawie warunków prowadzenia działalności w tym modelu i wynikających z niego preferencji podatkowych. Stwierdzenie w procesie oceny złożonego zeznania podatkowego lub przeprowadzonej kontroli podatkowej braku realizacji przewidzianych prawem warunków, powoduje określone w danym ustawodawstwie skutki, ograniczające się przede wszystkim do pozbawienia lub ograniczenia dostępu do zwolnienia podatkowego, ewentualnie do zastosowania zwyczajki podatkowej. Zakres negatywnych skutków w konkretnym ustawodawstwie może być odmienny i różnić się w zależności od rodzaju niezrealizowanego wymogu ustawowego. W przypadku Francji, brak dokonania dystrybucji zysków wypracowanych w danym roku podatkowy w formie dywidendy, wiąże się jedynie z niemożliwością skorzystania ze zwolnienia za ten rok podatkowy i opodatkowaniem SIIC na zasadach ogólnych<sup>556</sup>. Jednak w sytuacji braku realizowania wymogów odnoszących się m.in. do minimalnego kapitału zakładowego, notowania akcji na rynku regulowanych czy rezygnacji przez spółkę – w ciągu dziesięciu lat od wyboru opodatkowania jako SIIC – następuje wyjście z tego reżimu<sup>557</sup>. W przypadku Hiszpanii i Portugalii utrata możliwości prowadzenia działalności w modelu REIT, wiąże się również z zakazem skorzystania ze zwolnienia podatkowego w ciągu kolejnych trzech lat podatkowych<sup>558</sup>.

---

<sup>554</sup> *Ibidem*.

<sup>555</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 61 i 63.

<sup>556</sup> Francuski kodeks podatkowy, artykuł 208C.

<sup>557</sup> *Ibidem*, artykuł 208C.

<sup>558</sup> Ustawa 11/2009 z 26 października, regulująca spółki akcyjne notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości, artykuł 13; Dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. zatwierdzający reżim dla spółek inwestycyjnych i zarządzających nieruchomościami, artykuł 11 ust. 4.

Zasadniczym problemem w przypadku modelu podatkowego funkcjonowania podmiotów typu REIT, jest brak wspomnianych wcześniej norm umożliwiających korygowanie zaistniałych nieprawidłowości, w celu ograniczenia automatyzmu utraty szczególnego statusu, szczególnie niekorzystnego z punktu widzenia inwestorów. Pewne rozwiązania w tym zakresie przewiduje regulacja irlandzka, zakładająca, że każdy IR-REIT w odniesieniu do okresu rozliczeniowego, do dnia 28 lutego roku następującego po kończącym się okresie jest obowiązany złożyć do organu skarbowego oświadczenie o spełnianiu warunków korzystania ze zwolnienia przez cały okres rozliczeniowy. Brak możliwości złożenia takiego oświadczenia umożliwia IR-REIT przekazanie organom skarbowym powiadomienia określającego warunki niespełnione, przyczyny wystąpienia nieprawidłowości oraz podjęte środki zaradcze. W taki wypadku utrata statusu IR-REIT nastąpi dopiero gdy w rozsądnym terminie, ustalonym przez upoważnionego urzędnika organu skarbowego, spółka nie dołoży starań skutkujących wyeliminowaniu nieprawidłowości<sup>559</sup>.

## 2.5. Uwagi końcowe

Podsumowując rozważania przedstawione w rozdziale należy stwierdzić, że zakwalifikowanie danego podmiotu jako działającego w modelu REIT (zgodnie z testem cech obligatoryjnych), nie wpływa na jednolity charakter norm związanych z prawno-organizacyjnymi podstawami, tworzeniem, nadzorem i utratą przez podmioty możliwości prowadzenia działalności w tym modelu. Ustawodawca decydujący się na wprowadzenie przepisów wyznaczających ramy dla podmiotu działającego w modelu REIT, ma pozostawioną pełną swobodę w kształtowaniu norm regulujących zagadnienia omówione w rozdziale.

Można zauważyć pewne tendencje i rozwiązania znajdujące powszechne zastosowanie we wszystkich przedstawionych przypadkach, jak na przykład posługiwanie się formą spółki akcyjnej jako podstawową formą prawną, w której funkcjonują europejskie podmioty typu REIT. Nie wyklucza to jednak stosowania odmiennych rozwiązań, w szczególności umożliwienie działania w formie innych spółek kapitałowych bądź funduszy inwestycyjnych, pomimo przedstawionych wątpliwości co do możliwości zakwalifikowania tych ostatnich jako podmioty typu REIT *sensu stricto* i argumentami

---

<sup>559</sup> Finance Act 2010, Part 25A, sec. 705M.

przemawiającymi za uznaniem ich za podmioty REIT-like. Podobne rozbieżności będące wynikiem wspomnianej swobody ustawodawcy, a także właściwości danego porządku prawnego i tradycji prawnej, można zaobserwować w przypadku wymogów kapitałowych nakładanych na podmioty typu REIT. Dotychczasowe propozycje krajowe, w tym zakresie zdają się czerpać z doświadczeń innych państw europejskich.

Dyskusja nad implementacją do krajowego porządku prawnego modelu REIT powinna w szerszym stopniu uwzględniać czynniki i uwarunkowania lokalne, które ostatecznie mogą zaważyć na prawidłowej realizacji założeń ustawodawcy, skupionych szczególnie na pobudzeniu inwestycji indywidualnych i zaangażowania kapitału rodzimego na krajowym rynku nieruchomości. Ponownej analizy wymaga kwestia poszerzenia dopuszczalnych form prawnych prowadzenia działalności przez krajowe podmioty działające w modelu REIT oraz określenia adekwatnego poziomu minimalnego kapitału zakładowego, który w dotychczasowo zaproponowanej wysokości może stanowić jedną z barier dla rozwoju tego sektora. Stworzenie rozwiązań umożliwiających działanie krajowego podmiotu typu REIT, nie tylko jako podmiotu przystosowanego do podejmowania wielkoskalowych inwestycji i konkurencji z inwestorami zagranicznym, ale również jako sposobu podejmowania korzystnych podatkowo inwestycji w wymiarze lokalnym, przez mniejsze grupy inwestorów, mogłoby wpłynąć pozytywnie na realizację założeń projektodawcy.

Większą niejednorodność zaobserwować można w przypadku zagadnień dotyczących uzyskania dostępu do prowadzenia działalności w modelu REIT, utraty tego dostępu oraz nadzoru nad realizacją wymogów ustawowych. Bez wątpienia najpowszechniej stosowany w praktyce, mniej sformalizowany i znacznie bardziej liberalny niż model reglamentacyjny, jest opisany model podatkowy. Istnieją jednak przesłanki uzasadniające traktowanie podmiotu starającego się o prowadzenie działalności w modelu REIT nie tylko jako szczególnej kategorii podatnika, ale również jako inwestora obciążającego ryzykiem środki uzyskane od uczestników. Krajowe propozycje ustawodawcze zbliżają się do rozwiązań stosowanych w państwach, w których funkcjonują normy oparte na modelu reglamentacyjnym. Założenia analizowanych projektów nie stanowią jednak ich bezpośredniego odwzorowania, a w większym stopniu są próbą zapewnienia odpowiedniej ochrony potencjalnych inwestorów i przejrzystości funkcjonowania podmiotu, bez wprowadzania nadmiernie skomplikowanej procedury uzyskania dostępu do prowadzenia działalności w modelu REIT. Próba ukształtowania krajowych rozwiązań z pominięciem istniejących w prawie środków reglamentacji gospodarczej i posłużenie się wpisem

do odpowiedniego rejestru, nie mającego jednak cech wpisu do rejestru działalności regulowanej, wydaje się więc być rozwiązaniem kompromisowym. Koncepcja ta, dąży bowiem do zapewnienia wyższego poziomu ochrony inwestorów i stabilności prowadzonej działalności, bez nadmiernego stawiania barier w wymiarze formalnym. Założenie, zgodnie z którym pewnej formie reglamentacji niewłaściwej podlega jedynie dostęp do prowadzenia działalności w szczególnym modelu prawno-podatkowym, może rodzić pytanie o ewentualną zasadność stosowania reglamentacji właściwej w odniesieniu do działalności prowadzonej przez podmioty typu REIT. Wydaje się jednak, że działalność polegająca na czerpaniu pasywnych zysków z najmu nieruchomości nie uzasadnia wprowadzania w tym zakresie ograniczeń, a przedsiębiorcy nie mający zamiaru działać w ramach modelu REIT, w sposób oczywisty powinni zachować taką możliwość. Jako kwestię otwartą i wymagającą dodatkowego rozważenia można pozostawić zasadność wprowadzenia standardowych metod reglamentacji (wpisu do rejestru działalności regulowanej, zezwolenia) w przypadku, gdy działalność podmiotu zbiorowego inwestowania na rynku nieruchomości, angażującego znaczne środki finansowe od dużej grupy inwestorów, przekraczałaby określone prawem rozmiary, uzasadniające konieczność dalszego jej wykonywania wyłącznie w modelu REIT.

Zagadnienia związane z utratą możliwości działania w modelu REIT również ujawniają istnienie ścierających się koncepcji. Krajowy projektodawca ponownie zdecydował się na zaczerpnięcie rozwiązań z modelu reglamentacyjnego i zaproponował powierzenie funkcji organu nadzoru KNF. Pomimo funkcjonowania w wybranych państwach rozwiązania polegającego na powierzeniu zadań w zakresie nadzoru nad działalnością podmiotów typu REIT organom właściwym w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym, można wysuwać argumenty podważające zasadność proponowanych koncepcji krajowych. Szczególne znaczenie odgrywa w tym przypadku brak przystosowania organu, takiego jak KNF do sprawowania nadzoru nad działalnością podmiotu typu REIT, zwłaszcza w sytuacji ograniczenia jego dopuszczalnej działalności inwestycyjnej do rynku nieruchomości mieszkalnych na wynajem. Zasadność zawężenia dopuszczalnej działalności inwestycyjnej polskich podmiotów typu REIT będzie przedmiotem analizy w dalszej części pracy. W tym miejscu należy zauważyć, że o ile prawno-organizacyjna struktura proponowana dla krajowych podmiotów działających w modelu REIT oraz sposób gromadzenia kapitału upodabnia go do innych podmiotów działających na rynku finansowym, o tyle nie wskazuje na to zakres dopuszczalnych inwestycji. Mając na uwadze, że opisane rozwiązania charakteryzujące model reglamentacyjny nie są jedynymi

możliwymi, a w wielu państwach kwestie kontroli nad prawidłowością realizacji warunków ustawowych spoczywają przede wszystkim na organach podatkowych, włączenie podmiotów działających w modelu REIT w system nadzoru nad rynkiem finansowym, może być uznane za zbyt ciężkie i niespójne, patrząc przez pryzmat obecnego katalogu podmiotów rynku finansowego nadzorowanych przez KNF.

Z drugiej strony, podkreślany wielokrotnie w pracy charakter modelu REIT związany z inwestowaniem środków zgromadzonych od znacznej liczby akcjonariuszy oraz możliwe otwarcie na działalność podobną do tej prowadzonej przez *mortgage-REIT*, mogłoby stanowić argument za powierzeniem roli organu nadzoru KNF. Nowatorski z perspektywy krajowego porządku prawnego charakter proponowanych rozwiązań oraz wynikające z ogólnego charakteru podmiotów typu REIT balansowanie pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowych sprawia, że utrudnione jest wskazanie innego podmiotu mogącego pełnić rolę organu właściwego w omawianym aspekcie. W tym ujęciu, niezależność oraz profesjonalizm charakteryzujące KNF jako organ administracji publicznej, mogą okazać się znaczące dla zbudowania funkcjonalnego i wiarygodnego systemu nadzoru.

## **Rozdział III. Obligatoryjne cechy charakteryzujące model real estate investment trust**

### **3.1. Uwagi wstępne**

Rozważania przedstawione w rozdziale stanowią merytoryczne rozwinięcie uwag dotyczących cech obligatoryjnych, charakteryzujących model REIT oraz pozwalających zakwalifikować dany podmiot jako działający w tym modelu. Determinanty pozwalające na dokonanie takiego wyróżnienia, każdorazowo stanowią kwintesencję regulacji prawnych określających ramy funkcjonowania poszczególnych podmiotów typu REIT. Tematyka poprzedniego rozdziału w znacznej mierze oscylowała pomiędzy zagadnieniami formalnymi, opisując ogólne wymogi wpływające pośrednio na szczególną pozycję rynkową tych podmiotów. Zagadnienia analizowane w rozdziale trzecim dotyczą norm przesądzających bezpośrednio o wyjątkowości modelu REIT.

Pierwsza część rozdziału została poświęcona problematyce ukierunkowania działalności podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości oraz mechanizmom, z wykorzystaniem których cel ten może zostać osiągnięty. Punktem wyjścia jest prezentacja zagadnień ogólnych związanych ze znaczeniem nieruchomości jako przedmiotu inwestycji oraz rynku nieruchomości, będącego z założenia główną sferą działalności tych podmiotów. Następnie, w odniesieniu do rozwiązań amerykańskich, przedstawiono dwie podstawowe koncepcje obowiązujące w prawodawstwie państw europejskich, z których jedna w sposób liberalny, a druga bardziej restrykcyjny wyznacza powiązanie podmiotów typu REIT z tym rynkiem. Powyższe pozwoli na przejście do analizy projektowanych przepisów krajowych z perspektywy istniejących rozwiązań zagranicznych, a także z uwzględnieniem porównywalnych ograniczeń występujących obecnie w krajowym porządku prawnym, w szczególności w odniesieniu do FIZ.

Drugi blok zagadnień dotyczy kwestii najistotniejszych z punktu widzenia zainteresowania potencjalnych inwestorów, mianowicie określonego ustawowo obowiązku wypłaty przeważającej części wypracowanego zysku w formie dywidendy. Ingerencja w istotną sferę uprawnień, którą jest decydowanie o przeznaczeniu wypracowanego zysku, w sposób diametralny odróżnia podmioty działające w modelu REIT od innych przedsiębiorców. Poznanie funkcjonujących w tym zakresie rozwiązań oraz wynikających z nich problemów, umożliwi krytyczną analizę propozycji krajowych. Wynikający z przepisów prawnych obowiązek dystrybucji zysku wymaga bowiem zwrócenia

szczególnej uwagi na implikowane przez niego potencjalne zagrożenia, jak np. problemy w utrzymaniu płynności finansowej, zapewnienie odpowiednich środków inwestycyjnych oraz powstawanie konfliktów interesów wewnątrz spółki.

Zwieńczeniem rozdziału jest spojrzenie na preferencje podatkowe stosowane wobec podmiotów działających w modelu REIT, będące pokłosiem omówionego obowiązku dystrybucji zysku. Historycznym uzasadnieniem eliminacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, był transferowy charakter prowadzonej działalności, związany z brakiem akumulacji wypracowanego zysku. Klarowne jest więc ekonomiczne uzasadnienie przyjętych preferencji, niemniej konieczne jest uporządkowanie i zaproponowanie właściwej nomenklatury odnoszącej się do preferencyjnego opodatkowania występującego w tym modelu. Dokonanie prawnoporównawczej analizy zasad opodatkowania podmiotów typu REIT, jest podstawą do omówienia i dokonania oceny rozwiązań zawartych w przedstawionych dotychczasowo projektach ustaw. Jest to o tyle istotne, że krajowy projektodawca zdaje się odchodzić od utartych i przyjętych powszechnie zasad opodatkowania.

## **3.2. Rynek nieruchomości jako podstawowa przestrzeń działalności podmiotów typu real estate investment trust**

### **3.2.1. Nieruchomość jako przedmiot inwestycji oraz pojęcie „ryнку nieruchomości”**

Przedstawione w rozdziale pierwszym uwagi dotyczące historycznego procesu kształtowania się modelu REIT, zarysowują przyczyny jego powiązania z rynkiem nieruchomości. Inwestowanie w nieruchomości w celu uzyskiwania stałych, pasywnych dochodów wiąże się z występowaniem charakterystycznych barier, z których główną jest wysoka wartość pojedynczej inwestycji. Przeszkodę tę, niweluje wykorzystanie zbiorowych form inwestowania, takich jak podmioty typu REIT oraz będące ich protoplastą trusty inwestycyjne. Popularyzacja zbiorowych form inwestowania na rynku nieruchomości, spowodowała podniesienie postulatów przekonujących o zasadności zrównania korzyści podatkowych trustów inwestujących w nieruchomości z *regulated investment companies*<sup>560</sup>. Przystąpienie do omówienia norm prawnych regulujących powiązanie

---

<sup>560</sup> Por. uwagi przedstawione na s. 45.

działalności podmiotów typu REIT z rynkiem nieruchomości, należy poprzedzić ogólnymi uwagami dotyczącymi znaczenia nieruchomości jako przedmiotu inwestycji, a także funkcjonującymi w nauce definicjami rynku nieruchomości. Pozwoli to na holistyczne ujęcie problematyki oraz umożliwi dokonanie klasyfikacji norm wprowadzających ograniczenia w tym zakresie.

W świetle przepisów prawa krajowego pojęcie nieruchomości zostało zdefiniowanie normatywnie. Zgodnie z art. 46 § 1 k.c., nieruchomościami są części powierzchni ziemskiej stanowiące odrębny przedmiot własności (grunty), jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności<sup>561</sup>. Powyższy przepis pozwala na wyodrębnienie trzech podstawowych kategorii nieruchomości, tj. nieruchomości gruntowej, nieruchomości budynkowej i nieruchomości lokalowej<sup>562</sup>. W przypadku dwóch ostatnich odrębnym przedmiotem własności mogą stać się wyłącznie w sytuacji, w której przepis szczególny wyłącza stosowanie zasady *superficies solo cedit* (art. 48 k.c.)<sup>563</sup>.

Nauki ekonomiczne oraz nauki o zarządzaniu wyróżniają liczne podziały nieruchomości, wykraczające poza klasyfikację opartą na kryterium prawnym. Jako przykład można wskazać podziały ze względu na kryterium przedmiotowe, przestrzenne, jakościowe czy cenowe<sup>564</sup>. W ramach kryterium przedmiotowego, określanego również kryterium przeznaczenia, można wyróżnić nieruchomości<sup>565</sup>:

- 1) mieszkaniowe – służące zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych właścicieli lub innych użytkowników;
- 2) komercyjne – generujące przychody dla ich właścicieli z tytułu odpłatnego wykorzystywania ich przez osoby trzecie lub w wyniku ich wykorzystania do prowadzenia działalności gospodarczej (są to wszelkiego rodzaju nieruchomości handlowe, usługowe, biurowe i rekreacyjne);
- 3) przemysłowe – wykorzystywane do prowadzenia działalności produkcyjnej i działalności towarzyszącej (np. hale fabryczne, magazyny, składy i centra dystrybucji);

---

<sup>561</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1071 z późn. zm.).

<sup>562</sup> E. Gniewek, *Prawo rzeczowe*, Warszawa 2016, s. 27.

<sup>563</sup> *Ibidem*, s. 28.

<sup>564</sup> A. Tymiński, J. Wróblewska, E. Gołąbeska, [w:] *Rynek nieruchomości mieszkalnych w Polsce w ujęciu prawnym, ekonomicznym, ekologicznym i finansowym*, red. E. Gołąbeska, Białystok 2024, s. 9.

<sup>565</sup> *Ibidem*, s. 10, P. Kowalczyk-Rólczyńska, [w:] *Rynek nieruchomości w Polsce. Teoria i praktyka*, D. Ostrowska, P. Kowalczyk-Rólczyńska, P. Jamróz, A. Staniszevska, E. Spigarska, M. Staśkiel, Warszawa 2015, s. 13 i nast.

- 4) rolne – przeznaczone na uprawę rolną, hodowlę zwierząt lub gospodarkę leśną;
- 5) specjalnego przeznaczenia – np. obiekty publiczne, sakralne, lotniska, cmentarze itp.

Z kolei E. Kucharska-Stasiak, przyjmując kryterium sposobu wykorzystania wyodrębnia cztery kategorie, do których należą nieruchomości<sup>566</sup>:

- 1) zajmowane przez właściciela na jego własne potrzeby (mieszkaniowe, prowadzenia działalności gospodarczej);
- 2) inwestycyjne, których celem jest generowanie dochodu lub zysków kapitałowych, wynikających ze wzrostu wartości;
- 3) nadmiarowe w stosunku do potrzeb prowadzonej działalności gospodarczej;
- 4) zapas handlowy, traktowany jako majątek obrotowy.

Nieruchomość jako przedmiot prawa własności oraz składnik majątku ma w gospodarce szczególne znaczenie. Wynika ono z szeregu cech, do których można zaliczyć m.in. cechy fizyczne, odnoszące się do substancji nieruchomości, takie jak stałość w miejscu, trwałość, złożoność fizyczna, różnorodność i niepodzielność<sup>567</sup>. Cechy ekonomiczne, związane z kształtowaniem wartości poszczególnych nieruchomości np. deficytowość, lokalizacja, współzależność, wysoka kapitałochłonności i niska płynność<sup>568</sup>. Można wyróżnić również cechy instytucjonalno-prawne charakteryzujące nieruchomości, do których zalicza się szczególne regulacje dotyczące prawa własności nieruchomości i jego ochrony, form przenoszenia prawa własności, ujawnienia tego prawa w księgach wieczystych czy prowadzenia ewidencji gruntów<sup>569</sup>.

Połączenie wskazanych cech istotnie wpływa na wartość nieruchomości w znaczeniu ekonomicznym. Kluczowa przy ocenie wartości ekonomicznej nieruchomości jest jej wartość użytkowa, rozumiana jako obiektywnie mierzalna użyteczność nieruchomości do realizacji założonych celów jej wyodrębnienia lub powstania<sup>570</sup>. Fakt przystosowania danej nieruchomości do konkretnej użyteczności sprawia, że zyskuje ona cechę towaru mogącego być przedmiotem obrotu na rynku, a nie wyłącznie podlegać użytkowaniu przez właściciela w celu zaspokojenia własnych potrzeb<sup>571</sup>. Funkcja użytkowa jest więc

---

<sup>566</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce...*, s. 17.

<sup>567</sup> *Ibidem*, s. 17.

<sup>568</sup> *Ibidem*, s. 21.

<sup>569</sup> *Ibidem*, s. 23; P. Kowalczyk-Rólczyńska, [w:] *Rynek nieruchomości...*, s. 16; M. Bryx, *Rynek nieruchomości, system i funkcjonowanie*, Warszawa 2006, s. 32.

<sup>570</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 36. Przez obiektywną mierzalność wartości użytkowej w danych okolicznościach należy rozumieć możliwość precyzyjnego określenia fizycznych cech nieruchomości, takich jak kubatura, powierzchnia użytkowa itp.

<sup>571</sup> *Ibidem*, s. 36.

podstawową funkcją nieruchomości, pozwalającą na realizację celów mieszkaniowych lub gospodarczych. Wspomniana deficytowość nieruchomości, wysoka kapitałochłonność oraz trwałość, w połączeniu z rosnącym zapotrzebowaniem doprowadziły do wyodrębnienia innych, dodatkowych funkcji. Poza funkcją użytkową, nieruchomość może pełnić również<sup>572</sup>:

- 1) funkcję inwestycyjną (dochodową) – właściciel niewykorzystujący nieruchomości dla zaspokajania własnych potrzeb może pobierać określone korzyści np. w formie czynszu najmu lub dzierżawy;
- 2) funkcję tezauryzacyjną (lokacyjną) – trwałość nieruchomości i ich stosunkowo stabilna wartość powoduje, że nabycie prawa do niej jest sposobem na gromadzenie bogactwa i umożliwia ochronę kapitału przed zjawiskami inflacyjnymi;
- 3) funkcję fiskalną – stany faktyczne związane z własnością lub posiadaniem nieruchomości są przedmiotem podatku w podatku od nieruchomości;
- 4) funkcję spekulacyjną – jest to funkcja pokrewna z funkcją inwestycyjną, polega na nabyciu prawa do nieruchomości z oczekiwaniem wzrostu jej wartości w czasie w wyniku zmiany sytuacji rynkowej (zwiększenia zapotrzebowania na dane nieruchomości) lub zmiany stanu prawnego nieruchomości (np. zmiana przeznaczenia nieruchomości w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego);
- 5) funkcję zabezpieczającą (funkcja zastawu) – z uwagi na swoją wartość stanowią powszechną formę zabezpieczenia finansowania dłużnego (np. ustanowienie hipoteki na nieruchomości w celu zabezpieczenia spłaty kredytu).

Realizowanie wszystkich powyższych funkcji wymaga funkcjonowania odpowiedniego systemu pozwalającego na spotkanie się podmiotów kształtujących podaż oraz popyt, czyli rynku. Rynek, w ogólnym tego słowa znaczeniu, można określić jako mechanizm, za pośrednictwem którego kupujący i sprzedający oddziałują wzajemnie na siebie, aby określić ilość dóbr i usług, ustalić cenę i warunki oraz dokonać wymiany<sup>573</sup>. Rynek jest więc „miejscem” gdzie dokonuje się spotkanie popytu i podaży, które obecnie

---

<sup>572</sup> M.A. Wiśniewska, *Inwestycje w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Warszawa 2011, s. 23 i nast.; M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 36 i nast.

<sup>573</sup> P. Samuelson, W. Nordhaus, *Ekonomia. Tom I*, Warszawa 2009, s. 59.

przyjmuje najczęściej formę niematerialnych platform teleinformatycznych umożliwiających wymianę powyższych informacji<sup>574</sup>.

E. Kucharska-Stasiak definiując rynek nieruchomości stwierdza, że pojęcie to oznacza<sup>575</sup>:

- 1) działania i interakcje osób zajmujących się sprzedażą, wymianą, użytkowaniem i rozwijaniem nieruchomości;
- 2) działalność gospodarczą, w wyniku której dochodzi do wymiany, obejmującą wszystkie transakcje, których przedmiotem są nieruchomości;
- 3) zawarcie umowy przenoszącej własność nieruchomości bądź określającej inne prawo do czasowego korzystania z niej;
- 4) zbiór mechanizmów, za pomocą których przekazywane są prawa i udziały w nieruchomościach, ustalane są ceny oraz przemieszczane są różne sposoby korzystania z gruntów;
- 5) forum umożliwiające się spotkanie podmiotów kreujących podaż i popyt;
- 6) zestaw układów, w których osoby tworzące popyt i podaż spotykają się poprzez mechanizm cenowy oraz wzajemne oddziaływanie tych osób.

Rynek nieruchomości jest jednak rynkiem specyficznym, z uwagi na wspomniane cechy nieruchomości. Nieprzenoszalność nieruchomości powoduje, że jest to rynek lokalny, a jego globalizacja następuje w wyniku inwestowania w różnorodne rodzaje nieruchomości na różnych rynkach lokalnych oddalonych od siebie<sup>576</sup>. Charakteryzuje się on również małą elastycznością podaży i popytu oraz słabą płynnością, wynikającą z relatywnie wysokich cen nieruchomości i długim okresem ich żywotności<sup>577</sup>. Rynek nieruchomości jest także rynkiem niesformalizowanym i nieuregulowanym (brak „miejsca” zawierania transakcji oraz instytucji odpowiadających za ich realizację), na którym komunikacja pomiędzy stronami odbywa się przy wykorzystaniu różnych środków i platform, bez przewidzianych prawem ograniczeń<sup>578</sup>. Skutkuje to wyodrębnieniem kolejnej cechy związanej z brakiem rzetelnej i wiarygodnej informacji co do realnego poziomu popytu i podaży oraz rynkowości cen<sup>579</sup>. Powyższe w połączeniu z często nieracjonalnymi zachowaniami uczestników rynku (warunkowanymi czynnikami wykraczającymi

---

<sup>574</sup> B. Oyrzanowski, *Makroekonomia*, Kraków 1998, s. 28.

<sup>575</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce...*, s. 40.

<sup>576</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 45.

<sup>577</sup> *Ibidem*, s. 46; P. Kowalczyk-Rólczyńska, [w:] *Rynek nieruchomości...*, s. 21.

<sup>578</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 50; M.A. Wiśniewska, *Inwestycje w nieruchomości...*, s. 27.

<sup>579</sup> *Ibidem*, s. 27.

poza kalkulacje ekonomiczną) oraz z nieskoordynowana i niestabilną polityką gospodarczą państwa dotyczącą rynku nieruchomości, świadczy o jego niedoskonałości<sup>580</sup>.

Wśród wspomnianych uczestników rynku nieruchomości można wyróżnić z kolei: podmioty obsługujące rynek (sądy, urzędy skarbowe, organy administracji właściwe w sprawach wydawania pozwoleń na budowę, nadzoru budowlanego itp.), podmioty kreujące podaż, podmioty zgłaszające popyt oraz pozostałych uczestników (np. osoby nabywające prawa do nieruchomości w sposób pozarynkowy tj. spadkobiercy, obdarowani)<sup>581</sup>. Podmioty kreujące podaż stanowią szeroką grupę, która może podlegać dalszym podziałom. Co do zasady chodzi w tym przypadku o właścicieli nieruchomości planujących sprzedaż, wynajęcie lub wydzierżawienie nieruchomości oraz deweloperów oferujących nowe nieruchomości na sprzedaż lub wynajem<sup>582</sup>. Do kreatorów podaży można zaliczyć osoby i podmioty wpływające na nią pośrednio, poprzez realizację swoich zadań zawodowych lub celów gospodarczych, na przykład pośredników nieruchomości, zarządców, kierowników budów, ale również banki kredytujące podmioty działające na rynku nieruchomości czy zakłady ubezpieczeń ubezpieczające kredyty mieszkaniowe<sup>583</sup>. Podmioty zgłaszające popyt na rynku nieruchomości, to z kolei osoby fizyczne lub prawne zainteresowane nabyciem, wynajęciem lub wydzierżawieniem nieruchomości oraz osoby poszukujące usług związanych z nieruchomościami<sup>584</sup>. Podmioty tworzące popyt działają nie tylko w celu zaspokojenia własnych potrzeb mieszkaniowych i gospodarczych. Zaliczają się do nich inwestorzy lokujący swoje środki w nieruchomości w sposób bezpośredni, a także podmioty umożliwiające inwestowanie pośrednio, takie jak wybrane fundusze inwestycyjne<sup>585</sup>.

Wszystkie opisane dotychczas cechy nieruchomości, rynku oraz katalog uczestników, świadczą o dużej niejednorodności rynku nieruchomości i pozwalają na jego segmentację z wykorzystaniem rozmaitych kryteriów podziału<sup>586</sup>. Jednym z podstawowych kryteriów podziału jest kryterium przedmiotowe, odnoszące się do przeznaczenia danej nieruchomości. Z jego wykorzystaniem można wyróżnić: rynek nieruchomości mieszkaniowych, rynek nieruchomości komercyjnych, rynek nieruchomości przemysłowych, rynek

---

<sup>580</sup> P. Kowalczyk-Rólczyńska, [w:] *Rynek nieruchomości...*, s. 21.

<sup>581</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 78.

<sup>582</sup> *Ibidem*, s. 79.

<sup>583</sup> *Ibidem*, s. 80.

<sup>584</sup> *Ibidem*, s. 80.

<sup>585</sup> M.A. Wiśniewska, *Inwestycje w nieruchomości...*, s. 33.

<sup>586</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Warszawa 2016, s. 60.

nieruchomości rolnych oraz rynek nieruchomości specjalnego przeznaczenia<sup>587</sup>. W nieco inny sposób podział ze względu na zakres przedmiotowy rozumie M. Bryx, który proponuje podział na podrynki (subrynki): obrotu prawami do nieruchomości, obrotu usługami finansowymi dotyczącymi nieruchomości, zwiększania wartości nieruchomości (inwestowania w istniejące nieruchomości), obrotu pozostałymi usługami dotyczącymi nieruchomości oraz obrotu pozostałymi prawami<sup>588</sup>. Powyższy podział odnosi się więc do kryterium przedmiotowego nie w znaczeniu konkretnych nieruchomości, ale związanych z nią praw i świadczonych usług. Inne pojawiające się w literaturze kryteria podziału odnoszą się do zasięgu przestrzennego danego rynku, cen nieruchomości lub ich jakości<sup>589</sup>.

Końcowego usystematyzowania wymaga umiejscowienie rynku nieruchomości w ogólnej strukturze rynku w znaczeniu globalnym oraz nakreślenie charakteru powiązań rynku nieruchomości z innymi rynkami, w szczególności z rynkiem finansowym. Rynek nieruchomości z uwagi na główny przedmiot obrotu intuicyjnie można zaliczyć do rynku realnego (rzeczowego). Nabycie lub wynajęcie nieruchomości w celu zaspokajania własnych potrzeb mieszkaniowych wskazuje na konsumpcyjny charakter transakcji, z kolei w przypadku nabycia lub wynajęcia nieruchomości do celów prowadzonej działalności gospodarczej, można mówić o przynależności do segmentu rynku realnego, jakim jest rynek czynników produkcji<sup>590</sup>. Pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkiem finansowym występują jednak wzajemne zależności, które pozwalają na określenie podstawowych punktów styczności.

Po pierwsze, nieruchomości z uwagi na swoje cechy szczególne oraz określoną użyteczność, mogą być traktowane jako przedmiot inwestycji. Nabycie nieruchomości w celu osiągnięcia stałego dochodu lub traktowanie takiego nabycia jako długoterminowej lokaty finansowej, zbliża rynek nieruchomości do rynku kapitałowego (segmentu rynku finansowego), gdzie nieruchomość ze względu na swoją zdolność do generowania nadwyżek finansowych upodabnia się w pewnym stopniu do innych instrumentów finansowych, na przykład akcji czy obligacji<sup>591</sup>. Należy jednak zwrócić uwagę, że o wspomnianym podobieństwie można mówić jedynie w kategoriach skutków finansowych jakie przynoszą porównywane wyżej inwestycje.

---

<sup>587</sup> *Ibidem*, s. 60.

<sup>588</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 71.

<sup>589</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Ekonomiczny wymiar...*, s. 60.

<sup>590</sup> M.A. Wiśniewska, *Inwestycje w nieruchomości...*, s. 40.

<sup>591</sup> E. Kucharska-Stasiak, *Rynek nieruchomości...*, s. 28.

Po drugie, rynek nieruchomości jest powiązany z rynkiem finansowym poprzez instrumenty finansowe i instytucje ułatwiające uzyskanie środków na realizację przedsięwzięć oraz oferujące inne produkty finansowe powiązane z nieruchomościami i procesem inwestycyjnym, np. ubezpieczenia. Koszty nabycia, wytworzenia i utrzymania nieruchomości są co do zasady tak wysokie, że podmioty działające na rynku finansowym zaczęły oferować produkty skierowane *stircte* do uczestników rynku nieruchomości, a niekiedy działają kompleksowo i poza ułatwianiem uzyskania finansowania, same kreują podaż<sup>592</sup>. Jako przykład produktu finansowego skierowanego na rynek nieruchomości wskazać można umowę o kredyt hipoteczny zdefiniowaną w art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami<sup>593</sup>. Z kolei do wyspecjalizowanych podmiotów finansowych związanych z rynkiem nieruchomości zaliczają się banki hipoteczne, działające w Polsce na podstawie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Podstawowymi czynnościami jest w ich przypadku udzielanie kredytów zabezpieczonych hipoteką, nabywanie wierzytelności innych banków z tytułu udzielonych kredytów zabezpieczonych hipoteką, emitowanie hipotecznych i publicznych listów zastawnych<sup>594</sup>. Rynek nieruchomości wykazuje więc silne powiązanie z podmiotami działającymi na rynku finansowym, zapewniającymi środki do jego prawidłowego i dynamicznego rozwoju. Należy zatem zgodzić się z postulatem, że definicja rynku nieruchomości powinna również obejmować swym zakresem wszystkie występujące na nim produkty finansowe<sup>595</sup>.

### **3.2.2. Ukierunkowanie działalności podmiotów typu real estate investment trust na rynek nieruchomości w prawodawstwie państw europejskich**

Przedstawienie definicji rynku nieruchomości, jego segmentów oraz charakterystyki nieruchomości jako przedmiotu inwestycji, jest istotne dla dalszego omówienia norm zakładających ukierunkowanie działalności podmiotów typu REIT na ten rynek. O ile sam fakt powiązania działalności podmiotów typu REIT z rynkiem nieruchomości jest jedną z cech obligatoryjnych charakteryzujących ten model, o tyle określenie

---

<sup>592</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 52.

<sup>593</sup> Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 720).

<sup>594</sup> Art. 12 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 110).

<sup>595</sup> M. Bryx, *Rynek nieruchomości...*, s. 52.

dopuszczalnego katalogu lokat, minimalnego poziom zaangażowania aktywów w wartości powiązane z rynkiem nieruchomości lub minimalnego poziomu przychodów uzyskiwanych z posiadanych aktywów, jest swobodnie kształtowane przez poszczególnych ustawodawców.

Jako punkt odniesienia należy omówić normy zakładające powiązanie działalności REIT z rynkiem nieruchomości obowiązujące w Stanach Zjednoczonych Ameryki. W przypadku regulacji amerykańskiej można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje ograniczeń, odnoszące się odpowiednio do minimalnego procentowego udziału kwalifikowanych aktywów w ogólnej strukturze aktywów oraz minimalnego procentowego udziału dochodów ze źródeł kwalifikowanych w łącznej sumie dochodów. Na koniec każdego kwartału roku podatkowego, co najmniej 75% wartości aktywów amerykańskiego REIT ogółem muszą stanowić nieruchomości, środki pieniężne i inne aktywa pieniężne (w tym należności) oraz rządowe papiery wartościowe<sup>596</sup>. Z kolei w przypadku wymogu odnoszącego się do minimalnego poziomu dochodów kwalifikowanych, wprowadzono mechanizm zakładający konieczność łącznej realizacji dwóch określonych procentowo wartości. Co najmniej 95% dochodu brutto REIT musi pochodzić z<sup>597</sup>:

- 1) dywidend;
- 2) odsetek;
- 3) czynszów z nieruchomości;
- 4) zysku ze sprzedaży lub innego zbycia akcji, papierów wartościowych i nieruchomości, w tym udziałów w nieruchomościach i udziałów w hipotekach na nieruchomościach (w zakresie dozwolonym ustawą);
- 5) ulg i zwrotów podatku od nieruchomości,

---

<sup>596</sup> IRC, § 856, (c), (4); W ramach wskazanego wymogu występują dalsze ograniczenia zakładające m.in., że nie więcej niż 25% wartości jego łącznych aktywów stanowią papiery wartościowe (inne niż te uwzględnione w przepisie ogólnym); nie więcej niż 20% wartości jego łącznych aktywów stanowią papiery wartościowe jednego lub więcej podlegających opodatkowaniu podmiotów zależnych; nie więcej niż 25% wartości jego łącznych aktywów stanowią niekwalifikowane instrumenty dłużne REIT oferowane publicznie. Z wyjątkiem podmiotów zależnych REIT podlegających opodatkowaniu i papierów wartościowych wskazanych w przepisie ogólnym, nie więcej niż 5% wartości aktywów ogółem stanowią mogą papiery wartościowe jednego emitenta; REIT nie może posiadać papierów wartościowych reprezentujących więcej niż 10% ogólnej liczby głosów oraz nie może posiadać papierów wartościowych o wartości przekraczającej 10% całkowitej wartości pozostających w obrocie papierów wartościowych tego emitenta.

<sup>597</sup> IRC, § 856, (c), (2); Jednym z dochodów amerykańskich REIT inwestujących w nieruchomości powiązane z prowadzeniem gospodarki leśnej mogą być dochody z tytułu dzierżawy złóż znajdujących się na terenach przeznaczonych do produkcji leśnej.

- 6) dochodów uzyskanych z nieruchomości zajętej na poczet długu (w rozumieniu ustawy);
- 7) kwot otrzymanych lub naliczonych jako wynagrodzenie za zawarcie umów:
  - a) udzielenia pożyczek zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach lub udziałami w nieruchomościach, lub
  - b) zakupu lub dzierżawy nieruchomości (w tym udziałów w nieruchomościach i udziałów w hipotekach na nieruchomościach);
- 8) zysk ze sprzedaży lub innego zbycia składnika majątku nieruchomościowego, który nie jest transakcją zakazaną w rozumieniu przepisów ustawy;
- 9) dochody z tytułu praw majątkowych do kopalin uzyskanych z nieruchomości będących własnością REIT inwestującego w nieruchomości leśne.

Dodatkowo, w ramach drugiego wymogu minimum 75% dochodów brutto REIT musi pochodzić z tytułu<sup>598</sup>:

- 1) czynszów z nieruchomości,
- 2) odsetek od zobowiązań zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach lub prawami do nieruchomości;
- 3) zysku ze sprzedaży lub innego zbycia akcji, papierów wartościowych i nieruchomości, w tym udziałów w nieruchomościach i udziałów w hipotekach na nieruchomościach (w zakresie dozwolonym ustawą);
- 4) dywidend lub innych wypłat oraz zysków ze sprzedaży lub innego zbycia udziałów lub świadectw udziałowych w innych REIT, spełniających wymogi ustawy;
- 5) ulg i zwrotów podatku od nieruchomości;
- 6) dochodów uzyskanych z nieruchomości zajętej na poczet długu (w rozumieniu ustawy);
- 7) kwot otrzymanych lub naliczonych jako wynagrodzenie za zawarcie umów:
  - a) udzielenia pożyczek zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach lub udziałami w nieruchomościach, lub
  - b) zakupu lub dzierżawy nieruchomości (w tym udziałów w nieruchomościach i udziałów w hipotekach na nieruchomościach);
- 8) zysku ze sprzedaży lub innego zbycia składnika majątku nieruchomościowego, który nie jest transakcją zakazaną w rozumieniu przepisów ustawy;

---

<sup>598</sup> IRC § 856, (c), (3).

9) inwestycji kwalifikowanych jako tymczasowe.

Wprowadzony podział zakłada, że spośród wszystkich dochodów uzyskiwanych przez amerykański REIT, 75% muszą stanowić dochody, które można określić mianem podwójnie kwalifikowanych, a na pozostałe 20% dochodów, dające łącznie 95%, mogą składać się dochody niewymienione w katalogu dochodów podwójnie kwalifikowanych. Do dochodów nie będących podwójnie kwalifikowanymi zalicza się dywidendy niebędące dywidendami wynikającymi z udziału w innych REIT lub odsetki z innych tytułów niż od zobowiązań zabezpieczonych hipoteką lub prawami na nieruchomości<sup>599</sup>. Oznacza to, że 5% ogólnej sumy dochodów brutto uzyskanych przez amerykański REIT w roku podatkowym, może być wynikiem innej działalności niezwiązanej z rynkiem nieruchomości, które nie muszą zaliczać się do kategorii dochodów kwalifikowanych lub podwójnie kwalifikowanych.

W przypadku regulacji amerykańskiej na mechanizm powiązania działalności REIT z rynkiem nieruchomości składają się więc:

- 1) określony ustawowo katalog aktywów kwalifikowanych, tj. przedmiotów lokat;
- 2) określony ustawowo stosunek wartości aktywów kwalifikowanych do ogólnej wartości aktywów;
- 3) określony ustawowo katalog dochodów kwalifikowanych;
- 4) określony ustawowo stosunek osiągniętych dochodów kwalifikowanych do całkowitych dochodów.

W większości przykładów analizowanych w dalszej części pracy, powiązanie działalności podmiotów typu REIT z rynkiem nieruchomości będzie odwzorowaniem norm amerykańskich z zachowaniem ogólnej koncepcji przedstawionego mechanizmu lub z ewentualnymi modyfikacjami niektórych jego elementów. Tabela nr 4. prezentuje, jak ograniczenia dotyczące działalności podmiotów typu REIT kształtują się w poszczególnych państwach europejskich.

---

<sup>599</sup> IRC, § 856, (c), (2), (A-B).

**Tabela nr 4.** Ograniczenia dotyczące działalności podmiotów typu REIT.

Państwo	Dopuszczalny zakres działalności lub inwestycji	Wymogi dotyczące poziomu aktywów	Wymogi dotyczące poziomu dochodów/przychodów	Wymogi dotyczące maksymalnej wartości pojedynczej inwestycji	Ograniczenia dotyczące rodzaju i przeznaczenia nieruchomości	Zaangażowanie w fazę deweloperką inwestycji	Zakres terytorialny inwestycji
Holandia	Wyłącznie działalność polegająca na do biernych inwestycji portfelowych w nieruchomości na wynajem oraz posiadania udziałów lub akcji w spółkach zależnych świadczących usługi powiązane z główną działalnością FBI.	Brak	Brak	Brak	Brak	Co do zasady niedozwolona – dozwolona wyłącznie w celu rozwoju własnego portfela inwestycyjnego oraz za pośrednictwem zależnej spółki celowej.	Brak ograniczeń terytorialnych.
Belgia	Wyłącznie działalność określona w katalogu ustawowym m.in. lokowanie środków w: - nieruchomości i prawa rzeczowe do nieruchomości, - udziały i akcje w spółkach inwestujących w nieruchomości (z minimalnym udziałem kapitałowym w wysokości 25%), - akcje innych SIRP, - akcje innych podmiotów typu REIT działających na obszarze EOG.	Brak	Brak	Maksymalnie 20% ogólnej sumy aktywów może zostać zainwestowane w nieruchomości lub inne wartości tworzące jeden zespół aktywów.	Brak	Niedozwolona - nie dotyczy transakcji okazjonalnych.	Brak ograniczeń terytorialnych.
Grecja	Wyłącznie inwestycje w	Co najmniej 80%	Brak	Maksymalnie	Brak	Niedozwolona –	REIC może

	aktywa wskazane w ustawie: - nieruchomości (w tym spółki zależne inwestujące w nieruchomości), - depozyty i instrumenty rynku pieniężnego, - majątek ruchomy i nieruchomy wykorzystywany do potrzeb działalności operacyjnej	wartości aktywów muszą stanowić nieruchomości lub udziały w nieruchomościach.  Maksymalnie 10% wartości aktywów może stanowić pozostały majątek ruchomy i nieruchomy służący potrzebom działalności operacyjnej.		25% ogólnej sumy aktywów może zostać zainwestowane w jedną nieruchomość.		dopuszczalne jest nabycie nieruchomości w budowie pod warunkiem jej ukończenia w ciągu 36 miesięcy od dnia nabycia, a koszty prac nie mogą przekroczyć 40% wartości wszystkich inwestycji nieruchomościowych spółki.	inwestować w nieruchomości położone w innym państwie członkowskim UE lub EOG oraz w państwach spoza EOG – jednak wartość tych inwestycji nie może przekroczyć 20% wartości wszystkich inwestycji nieruchomościowych spółki.
Francja	Główny cel działalności ograniczony do nabywania i budowy nieruchomości w celu wynajmu oraz bezpośredniego lub pośredniego inwestowania w spółki podlegające podatkowi dochodowemu od osób prawnych prowadzące działalność gospodarczą i posiadające cele tożsame z celami SIIC.	Działalność dodatkowa mająca charakter pomocniczy w stosunku do działalności głównej spółki jest dozwolona, jednak wartość aktywów z nią związanych nie może przekroczyć poziomu 20%	Brak	Brak	Brak	Dozwolona dla celów działalności głównej oraz dla celów działalności dodatkowej (jednak z zachowaniem limitu 20% ogólnej wartości aktywów).	Brak ograniczeń terytorialnych.

		ogólnej wartości aktywów.					
Bułgaria	Wyłącznie działalność polegająca na - nabywania nieruchomości i praw rzeczowych na nieruchomościach, wykonywanie prac budowlanych i ulepszeń w celu udostępnienia nieruchomości do zarządzania, wynajmu, dzierżawy lub sprzedaży nieruchomości - inwestowaniu w obligacje zabezpieczone hipotecznie - inwestowaniu w zależne spółki świadczące usługi na rzecz SPIC oraz zależne spółki celowe (SPV) inwestujące w nieruchomości.	Minimum 70% wartości aktywów spółki muszą stanowić aktywa związane z dopuszczalną działalnością.	Minimum 70% dochodów spółki muszą stanowić dochody związane z dopuszczalną działalnością.	Łączna wartość inwestycji w: - obligacje zabezpieczone hipotecznie - spółki zależne świadczące usługi na rzecz SPIC, - zależne SPV inwestujące w nieruchomości, - inne spółki SPIC: nie może przekroczyć 30% ogólnej wartości aktywów SPIC.	Brak	Dozwolona - za pośrednictwem utworzonej spółki zależnej oraz w celu modernizacji obiektów.	SPIC może inwestować w nieruchomości położone w innych państwach członkowskich UE.
Niemcy	Wyłącznie działalność określona w statucie ograniczona do: - nabywania, utrzymywania, zarządzania, najmu, dzierżawy i sprzedaży nieruchomości oraz innych niezbędnych aktywów w rozumieniu ustawy, - nabywania, posiadania, zarządzania i zbywania	Co najmniej 75% ogólnej wartości aktywów REIT-AG muszą stanowić nieruchomości.  Aktywa związane z usługami dodatkowymi świadczonymi przez zależną w 100 % spółkę	Co najmniej 75% przychodów musi pochodzić z najmu dzierżawy lub zbycia nieruchomości  Przychód z tytułu usług świadczonych za pośrednictwem zależnej	Brak	Zakaz nabywania nieruchomości mieszkalnych znajdujących się na terenie Niemiec i wybudowanych przed 1 stycznia 2007 r.	Dopuszczalna w ramach przewidzianych limitów ustawowych dotyczących poziomu aktywów i przychodów.	Brak ograniczeń terytorialnych.

	udziałów lub akcji w spółkach świadczących usługi na rzecz REIT-AG oraz innych spółkach nieruchomościowych.	usługową nie mogą przekroczyć 20% łącznych aktywów REIT-AG.	w 100% spółki usługowej nie może przekroczyć 20% całości dochodu brutto REIT-AG.				
Włochy	Główny przedmiot działalności polegający na oferowaniu nieruchomości na wynajem.	Co najmniej 80% ogólnej wartości aktywów stanowią nieruchomości na wynajem lub udziały i akcje w innych SIIQ, spółkach zależnych (SIINQ) oraz podmiotach o podobnym charakterze.	Co najmniej 80% przychodów musi pochodzić z czynszów najmu, dywidend lub zysków kapitałowych z nieruchomości.	Brak	Brak	Dozwolona – wartość inwestycji w tym zakresie nie może przekraczać 10% ogólnej wartości aktywów SIIQ.	Brak ograniczeń terytorialnych.
Wielka Brytania	Główny przedmiot działalności polegający na oferowaniu nieruchomości na wynajem.	Co najmniej 75% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić aktywa wykorzystywane w działalności w zakresie najmu nieruchomości,	Co najmniej 75% zysków netto musi pochodzić z działalności w zakresie najmu nieruchomości.	Minimum trzy oddzielne nieruchomości, a wartość żadnej z nich nie może przekroczyć 40% wartości łącznych aktywów UK-REIT.	Brak	Dozwolona – w ramach ograniczeń ustawowych. Jeżeli koszty prac przekroczą limit ustawowy i jednocześnie nieruchomość zostanie zbyta przed upływem trzy lat od jej ukończenia, zysk ze sprzedaży podlega	Brak ograniczeń terytorialnych.

						opodatkowaniu na zasadach ogólnych.	
Hiszpania	Główny przedmiot działalności polegająca na: -posiadaniu i oferowaniu nieruchomości położonych w miastach na wynajem, - posiadaniu udziałów lub akcji w innych SOCIMI lub innych podmiotów o tożsamym celu korporacyjnym (w tym podmiotów zagranicznych), - posiadanie udziałów, akcji, jednostek uczestnictwa itp., w innych instytucjach zbiorowego inwestowania w nieruchomości.	Co najmniej 80% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić wskazane aktywa kwalifikowane.	Co najmniej 80% dochodów musi pochodzić ze źródeł kwalifikowanych.	Brak	Brak	Dozwolona – w ramach obowiązujących ograniczeń ustawowych.  Dochody z działalności wykraczająca poza główny cel korporacyjny nie mogą stanowić więcej niż 20% dochodów spółki.  Wykorzystywanie nieruchomości do celów głównej działalności musi trwać minimum przez trzy lata od daty jej wybudowania lub nabycia.	Brak ograniczeń terytorialnych.
Finlandia	Wyłącznie działalność w zakresie wynajmu nieruchomości i usług powiązanych, takich jak administrowanie, zarządzanie, konserwacja.	Co najmniej 80% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić nieruchomości mieszkalne.	Co najmniej 80% dochodu netto musi pochodzić z wynajmu nieruchomości mieszkalnych.	Brak	80% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić nieruchomości mieszkalne.	Dozwolona – dla celów działalności głównej.	Brak ograniczeń terytorialnych.

Węgry	Wyłącznie działalność polegająca na: - sprzedaży nieruchomości będących własnością spółki, - wynajmie lub zarządzaniu nieruchomościami własnymi, - zarządzaniu nieruchomościami, - inwestowaniu w udziały i akcje innych spółek z branży nieruchomości, spółek celowych oraz innych węgierskich SZIT (w zakresie określonym ustawą).	Co najmniej 70% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić nieruchomości.	Brak	Nie mogą posiadać więcej niż 10% udziałów lub akcji (lub więcej niż 10% głosów) w innej SZIT.  Wartość jednej nieruchomości lub udziałów w innym SZIT nie mogą stanowić więcej niż 30% całkowitej wartości aktywów.	Brak	Dozwolona	Brak ograniczeń terytorialnych.
Irlandia	Główna działalność polegająca na oferowaniu nieruchomości na wynajem.	Co najmniej 75% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić aktywa wykorzystywane w działalności w zakresie wynajmu nieruchomości.	Co najmniej 75% dochodów IR-REIT musi pochodzić z działalności w zakresie wynajmu nieruchomości.	W ciągu trzech lat od rozpoczęcia działalności IR-REIT musi posiadać co najmniej trzy odrębne aktywa, z których żaden nie ma wartości rynkowej przekraczającej 40% wartości rynkowej aktywów związanych z wynajmem nieruchomości.	Brak	Dozwolona w ramach przewidzianych limitów ustawowych dotyczących poziomu aktywów i dochodów.	Brak ograniczeń terytorialnych.

Portugalia	Główny przedmiot działalności polegający na: - nabywaniu praw majątkowych do nieruchomości przeznaczonych na wynajem - świadczenie usług niezbędnych do korzystania z nieruchomości, - nabywaniu akcji w innych SIGI, innych spółkach o celach tożsamyh z celami SIGI spełniających kryteria ustawowe, - nabywanie jednostek uczestnictwa w innych podmiotach zbiorowego inwestowania w nieruchomości określonych w ustawie.	Co najmniej 80% ogólnej wartości aktywów SIGI muszą stanowić prawa do nieruchomości oraz kwalifikowane papiery wartościowe.  Co najmniej 75% ogólnej wartości aktywów stanowić muszą nieruchomości będące przedmiotem najmu lub innym umowom o podobnych charakterze.	Brak	Brak	Brak	Dozwolona	Brak ograniczeń terytorialnych.
------------	--	---	------	------	------	-----------	---------------------------------

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Analiza informacji zaprezentowanych w Tabeli nr 4., wskazuje na istnienie dwóch podstawowych koncepcji w przedmiocie powiązania działalności europejskich podmiotów typu REIT z rynkiem nieruchomości. Pierwsza koncepcja zakłada restrykcyjne ukierunkowanie na rynek nieruchomości, poprzez określenie wyłącznego przedmiot działalności tego typu podmiotów oraz zamkniętego katalogu dopuszczalnych przedmiotów lokat. Regulacje zakładające obowiązywanie w tym zakresie enumeratywnego katalogu dopuszczalnych rodzajów działalności i inwestycji obowiązują m.in. w Belgii, Holandii, Grecji, Bułgarii, Finlandii, Niemczech czy Węgrzech. W przypadku belgijskich SIRP czy holenderskich FBI, ustawodawca określając dopuszczalny zakres działalności zrezygnował więc z wprowadzenia ustawowego stosunku wartości aktywów kwalifikowanych do ogólnej wartości aktywów, co wydaje się oczywiste z uwagi na ściśle wyznaczony zakres dopuszczalnej działalności. W państwach, takich jak: Grecja, Bułgaria, Finlandia, Niemcy i Węgry, pomimo istnienia wspomnianego katalogu zamkniętego, wprowadzono ograniczenia dotyczące stosunku aktywów i przychodów, jednak ich funkcja nie jest związana z ogólnym ukierunkowaniem działalności na rynek nieruchomości (rolę tę spełnia bowiem opisany katalog dopuszczalnych rodzajów działalności), a preferowanym przedmiotem inwestycji w ramach tego rynku.

Jako przykład można wskazać greckie REIC, które są uprawnione do inwestowania w nieruchomości, spółki zależne inwestujące w nieruchomości, depozyty i instrumenty rynku pieniężnego oraz majątek ruchomy i nieruchomy wykorzystywany do potrzeb działalności operacyjnej, lecz nieruchomości, prawa do nieruchomości lub udziały w spółkach zależnych inwestujących w nieruchomości muszą stanowić co najmniej 80% ogółu aktywów spółki<sup>600</sup>. Podobnie kwestia ta prezentuje się w przypadku fińskich FIN-REIT, których wyłącznym przedmiotem działalności jest działalność w zakresie wynajmu nieruchomości, świadczenia usług powiązanych oraz działalność deweloperska prowadzona dla celów działalności głównej, jednak co najmniej 80% ogólnej wartości aktywów muszą stanowić nieruchomości mieszkalne, a dochód przez nie generowany musi stanowić co najmniej 80% dochodu netto spółki<sup>601</sup>. We wspomnianych przypadkach wprowadzenie ustawowych limitów aktywów i przychodów obok enumeratywnego katalogu

---

<sup>600</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 22 ust. 1.

<sup>601</sup> Ustawa nr 299 z 24 kwietnia 2009 r. o ulgach podatkowych dla niektórych spółek kapitałowych zajmujących się wynajmem nieruchomości, § 2 ust. 1 i 2 w zw. § 9, (*Laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta 24.04.2009/299*), (<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2009/20090299>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

dopuszczalnej działalności, stanowi sposób dalszego ukierunkowania na wybrane segmenty rynku nieruchomości lub konkretne grupy aktywów.

Druga z koncepcji zakładających powiązanie działalności podmiotów typu REIT z rynkiem nieruchomości, jest odwzorowaniem przedstawionych rozwiązań amerykańskich i opiera się na określeniu głównego (dominującego) przedmiotu działalności oraz kwalifikowanych przedmiotów inwestycji, w połączeniu z ustawowymi wymogami co do minimalnej wartości aktywów lub minimalnego poziomu dochodów osiągniętych ze źródeł kwalifikowanych. W tym przypadku, podmioty typu REIT są uprawnione do lokowania posiadanych środków również w inne rodzaje aktywów lub uzyskiwania dochodów z innych źródeł w wymiarze, w którym nie grozi to przekroczeniem progów ustawowych. Przykładem państw, w których powiązanie działalności podmiotów typu REIT z rynkiem nieruchomości jest skutkiem określenia dominującego rodzaju działalności oraz wymogów zarówno co do struktury aktywów, jak i struktury przychodów są: Włochy, Wielka Brytania, Hiszpania i Irlandia.

Istnieją jednak państwa, w których określeniu głównego przedmiotu działalności towarzyszy wyłącznie procentowy wymóg odnoszący się do minimalnego poziomu aktywów kwalifikowanych. Do państw tych należą Francja i Portugalia. W przypadku Portugalii co najmniej 80% ogólnej wartości aktywów SIGI muszą stanowić prawa do nieruchomości oraz określone w ustawie papiery wartościowe, a także co najmniej 75% ogólnie wartości aktywów muszą stanowić nieruchomości będące przedmiotem najmu lub innej umowy o podobnym charakterze<sup>602</sup>. Regulacja dotycząca francuskich SIIQ w swej istocie sprowadza się do wywołania tożsamego skutku, jednak opiera się na mechanizmie negatywnej weryfikacji, zgodnie z którym wartość aktywów związanych z działalnością dodatkową mającą charakter pomocniczy w stosunku do działalności głównej, nie może przekroczyć 20% ogólnej wartości aktywów spółki<sup>603</sup>.

Poza przedstawionymi regulacjami, których celem jest ogólne ograniczenie działalności podmiotów typu REIT do rynku nieruchomości, można dostrzec również przepisy wprowadzające dalsze wymogi i ograniczenia w ramach tego rynku, dotyczące m.in. nakierowania na poszczególne segmenty rynku, dopuszczalnego zasięgu terytorialnego inwestycji, czy samodzielnego podejmowania inwestycji budowlanych. Wspomnianym już przykładem nakierowania działalności na poszczególne segmenty rynku

---

<sup>602</sup> Dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. zatwierdzający reżim dla spółek inwestycyjnych i zarządzających nieruchomościami, artykuł 8 ust. 1a.

<sup>603</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 42.

nieruchomości są fińskie FIN-REIT. Zgodnie z tamtejszą regulacją, na koniec poprzedniego roku podatkowego co najmniej 80% aktywów bilansowych spółki muszą stanowić nieruchomości mieszkalne oraz udziały w spółkach nieruchomościowych lub porównywalnych podmiotach, których działalność polega na oferowaniu nieruchomości mieszkalnych na wynajem<sup>604</sup>. Ustawa fińska wskazuje, że za nieruchomość wykorzystywaną głównie na cele mieszkaniowe uznaje się nieruchomość, jeżeli co najmniej 50% całkowitej powierzchni użytkowej znajdujących się na niej budynków stanowią lokale mieszkaniowe. Za taką nieruchomość uznaje się również niezabudowaną działkę gruntu przeznaczoną w planie zagospodarowania przestrzennego pod zabudowę mieszkaniową<sup>605</sup>. Został przewidziany także przepis wprowadzający obowiązek uzyskiwania dochodów z najmu lokali mieszkalnych w stosunku nie niższym niż 80% całkowitych dochodów spółki<sup>606</sup>.

Pewne ograniczenia dotyczące dopuszczalnych rodzajów nieruchomości mogących być przedmiotem inwestycji obowiązują w Niemczech. W przypadku niemieckich REIT-AG występuje wyrażony wprost zakaz lokowania środków w istniejące nieruchomości na wynajem, tj. nieruchomości wykorzystywane głównie do celów mieszkaniowych, wybudowane przed 1 stycznia 2007 r.<sup>607</sup> *Ratio legis* wprowadzenia takiego przepisu było jednak odmienne od opisanych ograniczeń obowiązujących w Finlandii. Wprowadzenie wymogu lokowania większości aktywów w jeden rodzaj nieruchomości – w przypadku Finlandii w nieruchomości mieszkalne – jest znacząco dalej idące niż wyłączenie konkretnej grupy nieruchomości w oparciu o kryterium czasu ich powstania. Niemiecki rynek charakteryzuje się dużą liczbą osób zamieszkujących w wynajmowanych mieszkaniach. Ograniczenie w nabywaniu nieruchomości mieszkalnych powstałych przed 1 stycznia 2007 r., stanowiło zabezpieczenie przed skupywaniem przez REIT-AG istniejących lokali będących przedmiotem najmu oraz ewentualnym podnoszeniem czynszów będących wyrazem dążenia do maksymalizacji zysków<sup>608</sup>. Niemieckie REIT-AG nie zostały pozbawione możliwości inwestowania w nieruchomości mieszkalne, jednak budowanie swojego portfela aktywów w tym segmencie rynku musiały oprzeć na nowo powstałych projektach budowlanych.

---

<sup>604</sup> Ustawa nr 299 z 24 kwietnia 2009 r. o ulgach podatkowych dla niektórych spółek kapitałowych zajmujących się wynajmem nieruchomości, § 2 ust. 2.

<sup>605</sup> *Ibidem*, § 2 ust. 6.

<sup>606</sup> *Ibidem*, § 9

<sup>607</sup> Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, § 16 ust. 1 pkt 1 lit. a w zw. z § 3 ust. 9.

<sup>608</sup> N. Fritsch, J. Prebble, R. Prebble, *A Comparison of ...*, s. 369 i nast.

Ogólna koncepcja modelu REIT oparta na lokowaniu zgromadzonych środków w nieruchomości stanowiące źródło pasywnego dochodu dla inwestorów, zakłada obowiązywanie norm ograniczających podejmowanie działalności deweloperskiej oraz działalności w zakresie obrotu nieruchomościami<sup>609</sup>. Należy zaznaczyć, że określenia „działalność deweloperska” będącego bezpośrednim tłumaczeniem z angielskiego „*development activity*”, nie należy utożsamiać ani wiązać z pojęciem działalności deweloperskiej i przedsięwzięcia deweloperskiego w rozumieniu ustawy z dnia 20 maja 2021 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego oraz Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym<sup>610</sup>. Zwiększenie skali działalności podmiotu typu REIT oraz rozbudowa jego portfela inwestycyjnego może odbywać się w drodze zakupu istniejących obiektów budowlanych, rozbudowie i modernizacji obiektów już posiadanych oraz budowie nowego obiektu<sup>611</sup>. W związku z powyższym, zaangażowanie w przedsięwzięcia związane z rozbudową, modernizacją lub budową, w nomenklaturze nauk ekonomicznych i nauk o zarządzaniu określane są mianem zaangażowania w fazę deweloperską<sup>612</sup>. Porównaniem lepiej obrazującym charakter ograniczeń występujących w tym zakresie, byłoby traktowanie podmiotu typu REIT jako bezpośredniego inwestora stanowiącego uczestnika procesu budowlanego w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane<sup>613</sup>. Zgodnie z ogólnym założeniem, przedmiotem działalności w modelu REIT nie jest prowadzenie inwestycyjnych procesów budowlanych w celu późniejszego czerpania zysku ze sprzedaży powstałych budynków<sup>614</sup>. Zasadniczymi powodami wprowadzenia ograniczeń w tym zakresie są: zapobieganie zwiększeniu poziomu ryzyka inwestowania, które ma opierać się na uzyskiwaniu pasywnych dochodów z najmu oraz utrzymanie uczciwej konkurencji pomiędzy podmiotami typu REIT, a w pełni opodatkowanymi przedsiębiorstwami prowadzącymi działalność deweloperską<sup>615</sup>.

Zgodnie z informacjami zawartymi w Tabeli nr 4., przepisy dotyczące dopuszczalności prowadzenia przez podmioty typu REIT funkcjonujące w Europie działalności

---

<sup>609</sup> J.S. Oh, A. Verstein, *A theory of REIT*, „The Yale Law Journal” 2024, vol. 133, nr 3, s. 767.

<sup>610</sup> Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego oraz Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 695 z późn. zm.).

<sup>611</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 258.

<sup>612</sup> *Ibidem*, s. 258.

<sup>613</sup> Art. 17 pkt. 1 ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 418 z późn. zm.).

<sup>614</sup> W.C. Wong, J.T.L. Ooi, *Property development activities: value creation or distraction for REITs?*, „Journal of Property Investment & Finance” 2022, vol. 40, nr 3, s. 311.

<sup>615</sup> *Ibidem*, s. 311; J.S. Oh, A. Verstein, *A theory of REIT...*, s. 767.

polegającej na inwestowaniu w nowe projekty budowlane nie są jednolite. Dominującym rozwiązaniem jest dopuszczalność angażowania środków finansowych w nowe projekty budowlane, podejmowane wyłącznie w celu rozbudowy własnego portfela inwestycyjnego. Rozwiązanie takie obowiązuje między innymi w Holandii, Francji, Wielkiej Brytanii i Finlandii. W przypadku Bułgarii, działalność taka może być wykonywana wyłącznie za pośrednictwem spółki zależnej i tylko w celu modernizacji już posiadanych obiektów<sup>616</sup>. Z kolei greckie REIC posiadają ogólny zakaz inwestowania w nowe projekty budowlane, jednak istnieje możliwość nabycia przez nie nieruchomości w budowie, pod warunkiem jej ukończenia w ciągu trzydziestu sześciu miesięcy<sup>617</sup>. Podmioty typu REIT uprawnione do podejmowania przedsięwzięć budowlanych, muszą liczyć się z koniecznością weryfikacji, czy aktywa bądź przychody związane z ich prowadzeniem nie powodują naruszenia ogólnych progów ustawowych dotyczących poziomu aktywów i dochodów. Nie blokuje to możliwości wprowadzeni dodatkowych ograniczeń, jak w przypadku włoskich SIIQ, w których wartość inwestycji w fazie deweloperskiej nie może przekraczać 10% ogólnej wartości ich aktywów lub hiszpańskich SOCIMI, gdzie poza koniecznością zmieszczenia się w ustawowych limitach aktywów i przychodów, wybudowana nieruchomość musi być wykorzystywana przez spółkę do celów działalności przez minimum przez trzy lata od jej wybudowania<sup>618</sup>.

W ogólnych uwagach dotyczących istoty i funkcjonowania rynku nieruchomości wskazano, że rynek ten charakteryzuje się lokalnością z uwagi na nieprzenoszalność nieruchomości, a rozwój zdywersyfikowanego portfela zapewniającego stabilne zyski z inwestycji możliwy jest wyłącznie poprzez lokowanie środków w różne rodzaje nieruchomości na różnych rynkach lokalnych. Istotny w tym zakresie jest dopuszczalny zakres terytorialny działalności podmiotów typu REIT. W przypadku europejskich regulacji, dominującym rozwiązaniem jest brak jakichkolwiek ograniczeń terytorialnych dla tego typu działalności, oznaczający możliwość nabywania nieruchomości i czerpania zysków z oddania ich w najem we wszystkich krajach świata. Bez wątpienia z punktu widzenia samego podmiotu, jak i inwestorów jest to rozwiązanie najkorzystniejsze, pozwalające na zróżnicowanie posiadanych aktywów nie tylko w oparciu o kryterium ich przeznaczenia, ale również na podstawie kryterium geograficznego. Pewne odstępstwa w tym zakresie

---

<sup>616</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 27.

<sup>617</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 22 ust. 2 lit. b.

<sup>618</sup> Ustawa 11/2009 z 26 października, regulująca spółki akcyjne notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości, artykuł 3.

można dostrzec w przypadku bułgarskich SPIC, których dopuszczalny zasięg terytorialny inwestycji został ograniczony do państw członkowskich UE<sup>619</sup>. Z kolei greckie REIC uprawnione są do inwestowania w nieruchomości położone w innych państwach członkowskich UE lub EOG oraz w państwach spoza EOG, jednak w przypadku tych ostatnich jedynie pod warunkiem, że wartość znajdujących się tam nieruchomości nie przekracza 20% całkowitej wartości inwestycji nieruchomościowych spółki<sup>620</sup>.

Kończąc rozważania dotyczące funkcjonujących w innych państwach metod ukierunkowania działalności podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości, należy powrócić do problematyki spełniania tej cechy modelu RETI przez luksemburskie SIF oraz litewskie *kolektyvinio investavimo subjektu*. W ich przypadku, nieruchomości oraz papiery wartościowe powiązane z rynkiem nieruchomości nie stanowią wyłącznego czy też przeważającego przedmiotu inwestycji. Poza nieruchomościami, mają one możliwość inwestowania w innego rodzaju aktywa, w zależności od przyjętej strategii działalności<sup>621</sup>. Jak wskazuje R. Papież, fundusze inwestycyjne operujące na rynku nieruchomości, posiadające cel inwestycyjny i zbliżone zasady funkcjonowania, jednak nie wypełniające jednego lub kilku zasadniczych elementów modelu REIT, określane powinny być mianem podmiotów REIT-like<sup>622</sup>. Za podmioty REIT-like lub uznać więc należy luksemburskie SIF i litewskie przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. Brak realizacji założeń modelu REIT będzie polegał na zaniechaniu wyraźnego ukierunkowania prowadzonej działalności inwestycyjnej na rynek nieruchomości, stanowiącego jedną z wyróżnionych cech modelu REIT o charakterze obligatoryjnym. Warto zaznaczyć, że uwagi te mogą odnosić się również do krajowych FIZ, biorąc pod uwagę określony ustawowo dopuszczalny przedmiot lokat funduszu i model działania zbliżony do modelu REIT<sup>623</sup>.

### **3.2.3. Krajowe propozycje ustawodawcze w zakresie ukierunkowania działalności podmiotów typu real estate investment trust na rynek nieruchomości**

Krajowe projekty ustaw zakładające implementację przepisów regulujących prowadzenie działalności w modelu REIT do polskiego porządku prawnego, w zakresie

---

<sup>619</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 5 ust. 1 pkt. 5.

<sup>620</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 22 ust. 2 lit. c.

<sup>621</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT ...*, s. 114 i nast.

<sup>622</sup> R. Papież, *Real Estate...*, s. 146.

<sup>623</sup> *Ibidem*, s. 146; Art 145 – 147 u.f.i.

proponowanych norm ograniczających działalność do rynku nieruchomości, konsekwentnie posługiwały się drugą z przedstawionych wyżej koncepcji, polegającą na określeniu głównego (przeważającego) przedmiotu działalności podmiotów typu REIT i towarzyszących mu procentowych ograniczeń dotyczących poziomu aktywów i przychodów kwalifikowanych. Analizując ewolucję proponowanych rozwiązań począwszy od projektu SRWN I, a na projekcie FINN kończąc, można spostrzec, że stałości w zakresie preferowanego mechanizmu ograniczenia nie towarzyszyła jednolita koncepcja odnosząca się do dopuszczalnych rodzajów inwestycji, patrząc przez pryzmat przeznaczenia nieruchomości<sup>624</sup>.

Projekt SRWN I zakładał, że przedmiotem działalności spółki rynku wynajmu nieruchomości jest najem nieruchomości lub ich części, odpłatne zbycie nieruchomości lub ich części oraz działalność finansowa w zakresie zarządzania udziałami lub akcjami w innych spółkach (spółkach zależnych)<sup>625</sup>. Ponadto w celu uzyskania statusu SRWN, spółka musiała spełniać m.in. następujące warunki:

- 1) nie mniej niż 70% wartości bilansowej aktywów miały stanowić nieruchomości, udziały lub akcje spółek zależnych oraz akcje innych spółek rynku nieruchomości;
- 2) nie mniej niż 70% przychodów netto ze sprzedaży miało pochodzić z najmu nieruchomości lub ich części, lub z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części
- 3) przychody z najmu nieruchomości lub ich części miały być uzyskiwane z najmu co najmniej trzech nieruchomości lub ich części<sup>626</sup>.

Projektodawca przedstawił również odbiegającą od definicji z art. 46 § 1 k.c., definicję nieruchomości dla potrzeb projektu, zgodnie z którą nieruchomość miały stanowić budynki trwale związane z gruntem lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności, z wyłączeniem budynków mieszkalnych i lokali mieszkalnych<sup>627</sup>.

Zaproponowane przepisy od początku wzbudzały wątpliwości co do prawidłowości ich sformułowania i wystarczającego stopnia precyzyjności. W pierwszej kolejności należy zauważyć, że art. 2 ust. 3 projektu SRWN I nie wskazywał w sposób jasny czy

---

<sup>624</sup> Zob. uwagi przedstawione na s. 171.

<sup>625</sup> Art. 2 ust. 3 projektu SRWN I.

<sup>626</sup> Art. 2 ust. 1 pkt. 4–5, 8 projektu SRWN I.

<sup>627</sup> Art. 8 projektu SRWN I.

przedstawiony przedmiot działalności spółki jest jedynie przedmiotem przeważającym, czy też wyłącznym. Pomimo że w procesie wykładni, mając na uwadze treść całego projektu ustawy należałoby wywnioskować, iż autor miał na myśli jedynie przeważający przedmiot działalności, to rozstrzygnięcie tej kwestii wprost w treści przepisu zwiększyłoby pewność podmiotów starających się o uzyskanie statusu SRWN<sup>628</sup>. Przyjęcie przeciwnej interpretacji wiązałoby się ze znacznym zawężeniem dopuszczalnej działalności SRWN, w istocie uniemożliwiającym świadczenie np. dodatkowych usług związanych z eksploatacją nieruchomości oddanych w najem<sup>629</sup>.

W przypadku wymogu dotyczącego minimalnego procentowego udziału przychodów netto w ogólnej sumie przychodów, problem nie dotyczył braku odpowiedniej klarowności przepisów, lecz ich sprzeczności z ogólnymi założeniami projektu ustawy. Zgodnie z treścią uzasadnienia projektu, ustawa miała na celu zwiększenie atrakcyjności podejmowania i prowadzenia działalności gospodarczej w sektorze rynku nieruchomości komercyjnych na wynajem oraz zwiększenie zaangażowania krajowego kapitału prywatnego na tym rynku<sup>630</sup>. Włączenie do katalogu przychodów kwalifikowanych, przychodów z tytułu odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części, bez obwarowania dopuszczalności zbycia wymogiem minimalnego okresu ich wynajmowania, stwarzała możliwość nadużyć. Powyższe mogłoby spowodować sprzeczne z celem ustawy objęcie przewidzianymi preferencjami podatkowymi podmiotów trudniących się w głównej mierze obrotem nieruchomościami, a nie czerpaniu pasywnych zysków z oddania ich w najem<sup>631</sup>. W połączeniu z brakiem ograniczeń dotyczących minimalnej liczby akcjonariuszy, istniało ryzyko wykorzystywania SRWN w ich pierwotnym kształcie, głównie do celów optymalizacji podatkowej<sup>632</sup>.

Osobliwością w projekcie SRWN I było wyłączenie poza zakres definicji nieruchomości zaproponowanej na potrzeby ustawy, budynków i lokali mieszkalnych. Propozycja ta dziwi o tyle, że pozbawienie podmiotów typu REIT możliwości inwestowania w nieruchomości mieszkalne jest rozwiązaniem niespotykanym w Europie. Ograniczenie działalności spółki w głównej mierze do sektora nieruchomości komercyjnych, znacząco

---

<sup>628</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 28.

<sup>629</sup> *Ibidem*, s. 28–29.

<sup>630</sup> Uzasadnienie projektu SRWN I, s. 1.

<sup>631</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 9; Ograniczenia uniemożliwiające funkcjonowanie podmiotów typu REIT jako trudniących się głównie obrotem nieruchomościami obowiązują m.in. we wspomnianej Hiszpanii, gdzie zbycie nieruchomości może nastąpić dopiero po 3 latach jej wykorzystywania do celów działalności głównej.

<sup>632</sup> *Ibidem*, s. 10.

zawęza zakres dopuszczalnej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. W przypadku FIN-REIT, gdzie ustawodawca wprowadził procentowy wymóg stosunku wartości nieruchomości mieszkalnych do ogólnej wartości aktywów, nie pozbawia to możliwości inwestowania przez spółkę w nieruchomości o innym przeznaczeniu (w ramach limitów ustawowych). Inwestowanie w nieruchomości mieszkalne, w szczególności nieruchomości lokalowe różni się znacząco od inwestowania w nieruchomości komercyjne, chociażby ze względu na początkową wartość jednostkowej inwestycji. Zastosowanie rozwiązań fińskich, jednak w układzie odwrotnym jeśli chodzi o rodzaj nieruchomości, od początku zmuszałoby SRWN do konkutowania na znacznie ryzykowniejszym i kapitałochłonnym rynku nieruchomości komercyjnych<sup>633</sup>.

Zastanawiająca była również konstrukcja przepisu art. 8 projektu SRWN I, która wyłączała poza zakres definicji nieruchomości gruntu. Celem takiego ukształtowania przepisu było zapewne ograniczenie możliwości nabywania przez SRWN niezabudowanych nieruchomości gruntowych. Wydaje się, że projektodawca błędnie posłużył się określeniem „budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności”. Trafniejsze byłoby w tym przypadku posłużenie się pojęciem „nieruchomości gruntowej zabudowanej”. Wyłączenie z zaproponowanej na potrzeby projektu definicji nieruchomości gruntów implikuje zasadnicze problemy w przypadku oceny spełniania warunku wartości bilansowej aktywów<sup>634</sup>. Skoro grunty nie byłyby nieruchomościami w rozumieniu projektu ustawy, badając czy nie mniej niż 70% aktywów spółki stanowią nieruchomości, należałoby przyjmować jedynie wartość samych budynków bez uwzględniania wartości gruntu, na którym są posadowione<sup>635</sup>.

Projekt SRWN II wprowadził niewielkie zmiany, będące wynikiem uwzględnienia uwag zgłoszonych w ramach konsultacji pierwotnego projektu. Po pierwsze, zmianie uległa definicja nieruchomości przyjęta na potrzeby ustawy, z której usunięto wyłączenie odnoszące się do budynków i lokali mieszkalnych<sup>636</sup>. Ukształtowany w ten sposób przepis usuwał ograniczenie zakładające nakierowanie głównej działalności SRWN na rynek nieruchomości komercyjnych. W zaproponowanym kształcie do aktywów kwalifikowanych mogły być zaliczane wszystkie rodzaje nieruchomości, bez względu na ich

---

<sup>633</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 44.

<sup>634</sup> *Ibidem*, s. 42.

<sup>635</sup> *Ibidem*, s. 42.

<sup>636</sup> Art. 2 ust. 2 projektu SRWN II.

przeznaczenie<sup>637</sup>. Starano się także ograniczyć możliwość wykorzystania statusu SRWN do optymalizacji podatkowej przez podmioty prowadzące działalność w zakresie obrotu nieruchomościami. W tym celu podniesiono minimalny poziom przychodów kwalifikowanych do 80% i zaliczono do nich przychody z najmu nieruchomości lub ich części, lub z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części, które były przeznaczone na wynajem przynajmniej przez rok, lub z tytułu udziałów w spółkach zależnych bądź ze sprzedaży udziałów lub akcji w tych spółkach<sup>638</sup>.

Koncepcja wprowadzenia w Polsce ram prawnych dla funkcjonowania modelu REIT, w ciągu niespełna dwóch lat przeszła drogę od preferowania inwestycji w nieruchomości komercyjne, przy jednoczesnym ograniczaniu inwestycji w nieruchomości mieszkalne, do założeń całkowicie przeciwnych, nastawionych na powiązanie działalności FINN głównie z rynkiem nieruchomości mieszkalnych i marginalizacją innych segmentów rynku. Przepis art. 3 projektu FINN określał, że przeważającym przedmiotem działalności firmy inwestującej w najem nieruchomości jest najem nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Projekt FINN przewidywał w związku z powyższym rozbudowaną definicję „nieruchomości mieszkalnej”, zgodnie z którą był to budynek mieszkalny, udział w takim budynku lub lokal mieszkalny stanowiący odrębną nieruchomość, wraz z gruntem lub udziałem w gruncie albo prawem użytkowania wieczystego gruntu lub udziałem w takim prawie, które były związane z tym budynkiem lub lokalem, a także lokal, do którego przysługuje spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu mieszkalnego<sup>639</sup>. Katalog aktywów kwalifikowanych poszerzono więc o budynki posadowione na gruncie będącym w użytkowaniu wieczystym oraz lokale, do których przysługuje spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu. Przepis stanowiąc wprost, że w skład nieruchomości mieszkalnej w rozumieniu projektu wchodzi również grunt lub udział w gruncie, rozwiązał wątpliwości powstałe w przypadku projektu SRWN I oraz SRWN II, związane z możliwością włączenia wartości gruntów do wymaganego poziomu aktywów. Problemem pozostał jednak fakt, że spółka FINN zamierzająca nabyć nieruchomość gruntową niezabudowaną w celu poczynienia na niej inwestycji musiałaby kontrolować, czy takie nabycie nie

---

<sup>637</sup> Projektu SRWN II nie rozstrzygał problemu zaliczania gruntów do aktywów kwalifikowanych, pozostając przy konstrukcji z pierwszej wersji projektu, zgodnie z którą przez nieruchomość rozumiane były wyłącznie budynki trwale z gruntem związane lub ich części, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowiły odrębny od gruntu przedmiot wartości.

<sup>638</sup> Art. 3 ust. 1 pkt 2 projektu SRWN II.

<sup>639</sup> Art. 5 ust. 1 projektu FINN

powodowałyby naruszenia ustawowego limitu wartości aktywów kwalifikowanych, do których nie zaliczono gruntów niezabudowanych.

Projektodawca w zaproponowanej definicji „nieruchomości mieszkalnej” posługiwał się pojęciami budynku mieszkalnego i lokalu mieszkalnego stanowiącego odrębną nieruchomość. W przypadku lokalu mieszkalnego, pomimo braku bezpośredniego odwołania w treści projektu można wnioskować, że autorom przepisu chodziło o samodzielny lokal mieszkalny, który po spełnieniu wymagań określonych w ustawie o własności lokali, może stanowić odrębną nieruchomość<sup>640</sup>. Projekt FINN wskazywał wyłącznie cechy pozwalające zakwalifikować konkretny budynek jako mieszkalny, z uwagi na brak występowania pojęcia „budynek mieszkalny” w innych obowiązujących aktach prawnych. Przepisy ustawy Prawo budowlane posługują się jedynie pojęciem budynku mieszkalnego jednorodzinnego<sup>641</sup>. Ukształtowanie definicji nieruchomości mieszkalnej w oparciu o funkcjonujące definicje samodzielnego lokalu mieszkalnego oraz budynku mieszkalnego jednorodzinnego prowadziłyby do sytuacji, w której zdolność FINN do inwestowania w jeden budynek o wielu lokalach mieszkalnych niestanowiących odrębnych nieruchomości byłaby znacznie ograniczona. Z punktu widzenia podmiotów działających w modelu REIT, czerpiących główne zyski z najmu, ustanawianie odrębnej własności na każdym lokalu w obrębie jednego budynku wielorodzinnego jest czynnością zbędną, generującą niepotrzebne obowiązki formalne oraz dodatkowe koszty (np. związane utworzeniem odrębnej księgi wieczystej).

W art. 5 ust. 2 projektu FINN wskazano, że budynek uznaje się za mieszkalny, jeżeli co najmniej 70% całkowitej powierzchni użytkowej tego budynku, określonej zgodnie z przepisami ustawy z dnia 12 stycznia 1999 r. o podatkach i opłatach lokalnych<sup>642</sup>, jest wykorzystywane do celów służących zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych.

---

<sup>640</sup> Por. art. 2 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 1048); Zgodnie z definicją z ustawy o własności lokali, samodzielnym lokalem mieszkalnym jest wydzielona trwałymi ścianami w obrębie budynku izba lub zespół izb przeznaczonych na stały pobyt ludzi, które wraz z pomieszczeniami pomocniczymi służą zaspokajaniu ich potrzeb mieszkaniowych.

<sup>641</sup> Zgodnie z art. 3 ust. 2a pr.bud., budynkiem mieszkalnym jednorodzinnym jest budynek wolno stojący albo budynek w zabudowie bliźniaczej, szeregowej lub grupowej, służący zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych, stanowiący konstrukcyjnie samodzielną całość, w którym dopuszcza się wydzielenie nie więcej niż dwóch lokali mieszkalnych albo jednego lokalu mieszkalnego i lokalu użytkowego o powierzchni całkowitej nieprzekraczającej 30% powierzchni całkowitej budynku.

<sup>642</sup> Ustawa z dnia 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 707); Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 2 w zw. z art. 4 ust. 2 ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, podstawę opodatkowania dla budynków lub ich części stanowi powierzchnia użytkowa. W przypadku powierzchni pomieszczeń lub ich części oraz części kondygnacji o wysokości w świetle od 1,40 m do 2.20 m zalicza się do powierzchni użytkowej budynku w 50 %, a jeżeli wysokość jest mniejsza niż 1,40 m, powierzchnię tę pomija się.

W wyniku takiego ukształtowania przepisów, FINN miałyby możliwość inwestowania zarówno w budynki wielorodzinne, w tym posiadające część lokali użytkowych, jak również wspomniane budynki mieszkalne jednorodzinne. Przepis art. 5 ust. 2 projektu FINN nie zawierał bowiem jakichkolwiek wymogów co do rodzaju zabudowy „budynku mieszkalnego”.

O ile wątpliwości nie budzi sposób określenia powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego, w przypadku którego projektodawca odwołuje się do przepisów ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, o tyle w trakcie prac nad projektem ustawy podnoszono zasadność zdefiniowania określenia „zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych”<sup>643</sup>. Pojęciem „zaspokajania potrzeb mieszkaniowych” posługuje się wiele aktów prawnych, jednak w żadnym z nich nie zawarto jego definicji legalnej<sup>644</sup>. Próby stworzenia takiej definicji nie podjęli również autorzy projektu FINN, ograniczając się jedynie do wskazania w uzasadnieniu projektu, że zaspokajanie potrzeb mieszkalnych będzie wiązało się z realizowaniem przez budynek lub lokal podstawowych funkcji mieszkalnych umożliwiających koncentrację w tym miejscu życia rodzinnego oraz polegających na zapewnieniu danej osobie oraz jej bliskim możliwości zamieszkania cechującego się stałością, względnie częstotliwością pobytu<sup>645</sup>.

Dodatkowo art. 5 ust. 3 projektu FINN przewidywał, że nieruchomości mieszkalne stanowić miały budynki lub lokale stanowiące odrębną nieruchomość wraz z gruntem lub udziałem w gruncie albo prawem użytkowania wieczystego gruntu lub udziałem w takim prawie, wykorzystywane do:

- 1) prowadzenia placówki zapewniającej całodobową opiekę osobom niepełnosprawnym, przewlekle chorym lub osobom w podeszłym wieku, o której mowa w art. 67 ustawy z dnia 12 marca 2004 r. o pomocy społecznej<sup>646</sup>;
- 2) celów służących zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych uczniów, nauczycieli, słuchaczy, studentów, doktorantów lub nauczycieli akademickich, a w szczególności do prowadzenia internatów, akademików i domów studenckich.

---

<sup>643</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 31.

<sup>644</sup> Poza powołaną wyżej ustawą o własności lokali oraz ustawą prawo budowlane, pojęciem „zaspokajania potrzeb mieszkaniowych” posługuje się m.in. ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 725) czy ustawa z dnia 26 października 1995 r. o społecznych formach rozwoju mieszkalnictwa (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1273).

<sup>645</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 9.

<sup>646</sup> Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o pomocy społecznej (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1214 z późn. zm.).

Przedstawiona w uzasadnieniu projektu funkcja budynku mieszkalnego, pozwalająca na zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych, odnosiła się zatem nie tylko do ogólnych potrzeb mieszkaniowych wszystkich obywateli, ale również potrzeb wyszczególnionych grup, których potrzeby mieszkaniowe są specyficzne z uwagi na ich stan zdrowia, wiek lub konieczność okresowego opuszczenia dotychczasowego miejsca zamieszkania w celu zdobycia wykształcenia.

Projekt FINN, w przeciwieństwie do poprzedzających go projektu SRWN I oraz projektu SRWN II, wprost określał, że najem nieruchomości mieszkalnych jest przeważającym przedmiotem działalności spółki<sup>647</sup>. Nie było zatem wątpliwości, że spółka FINN w zakresie w jakim nie zagrażałoby to naruszeniu wymogu utrzymywania określonego poziomu aktywów i przychodów kwalifikowanych, mogłaby podejmować inną dowolną działalność wykraczającą poza oddawanie nieruchomości mieszkalnych w najem. Stosownie do treści art. 7 ust. 1 pkt 1-3 projektu FINN, firma inwestująca w najem nieruchomości była obowiązana:

- 1) utrzymywać wartość stanowiących jej własność nieruchomości mieszkalnych oraz udziałów lub akcji spółek zależnych na poziomie nie niższym niż 80% wartości bilansowej aktywów firmy;
- 2) uzyskiwać co najmniej 90% przychodów z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych stanowiących jej własność lub z odpłatnego zbycia tych nieruchomości, które były przed ich zbyciem wynajmowane przez firmę co najmniej przez rok, lub z tytułu udziałów w spółkach zależnych lub ze sprzedaży udziałów lub akcji spółek zależnych;
- 3) uzyskiwać przychody z najmu z co najmniej pięciu nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;

Analizując przedstawione wymogi można wnioskować, że dodatkowa działalność FINN wykraczająca poza oddawanie w najem nieruchomości mieszkalnych nie mogłaby być świadczona w szerokim zakresie, z uwagi na ryzyko naruszenia limitów procentowych. Tożsamość proponowanych ograniczeń w stosunku do podmiotów powiązanych kapitałowo powodowałaby również, że działalność dodatkowa nie mogłaby być szerzej wykonywana przez spółki zależne FINN<sup>648</sup>.

---

<sup>647</sup> Art. 3 projektu FINN.

<sup>648</sup> Art. 4 ust. 1 pkt 3 - 4 projektu FINN; Różnica w przypadku spółek zależnych FINN wynika z projektowanego zakazu posiadania przez nie udziałów lub akcji w innych spółkach. Do aktywów kwalifikowanych w przypadku spółek zależnych FINN nie włączono zatem wartości udziałów lub

Ukształtowanie przepisów dotyczących pojęcia nieruchomości mieszkalnych (pomijające grunty niezabudowane) w połączeniu z koniecznością utrzymywania wysokiego poziomu aktywów kwalifikowanych, w praktyce uniemożliwiłoby realizację jednego z pośrednich celów projektu ustawy, jakim było ogólne pobudzenie działalności gospodarczej w sektorze rynku nieruchomości mieszkalnych na wynajem<sup>649</sup>. Brak możliwości zaliczenia gruntów niezabudowanych do katalogu aktywów kwalifikowanych, ograniczałby zdolności FINN do rozwijania własnych przedsięwzięć budowlanych. Zakup gruntu w atrakcyjnej pod względem inwestycyjnym lokalizacji oraz przeznaczenie środków na prowadzenie długotrwałego procesu budowlanego, mogłoby narażać FINN na niewypełnienie wymagań wskazanych w art. 7 ust. 1 projektu, których spełnianie w założeniu miało być badane na koniec każdego roku obrotowego<sup>650</sup>. Wiązałoby się to z koniecznością budowania portfela aktywów przez FINN wyłącznie poprzez nabywanie gotowych projektów deweloperskich, co w przypadku utrzymującej się w Polsce trendów rynkowych, w jeszcze większym stopniu mogłoby pogłębić dysproporcję pomiędzy popytem a podażą nieruchomości mieszkalnych.

Wymóg przedstawiony w art. 7 ust. 1 pkt 3 projektu FINN dotyczył obowiązku odpowiedniej dywersyfikacji aktywów i źródeł przychodu, poprzez konieczność uzyskiwania przychodów z najmu co najmniej 5 nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Jego realizacja zagwarantowana byłaby również w przypadku posiadania nieruchomości za pośrednictwem spółki zależnej FINN. Cel wprowadzenia powyższej regulacji był jasny, spierać można się jedynie co do jego efektywności w przypadku, w którym lokal mieszkalny w rozumieniu projektu ustawy kwalifikowany był jako odrębna nieruchomość<sup>651</sup>. Umożliwiłoby to FINN (które w założeniu miały dysponować znaczącym kapitałem) zakup pięciu niewielkich lokali mieszkalnych z zamiarem wypełnienia wymogu ustawowego i ulokowania pozostałych środków w jedną inwestycję obciążoną wysokim poziomem ryzyka. W krajach europejskich, takich jak: Belgia, Grecja, Wielka Brytania, Irlandia oraz Węgry, powyższy cel jest realizowany dzięki wprowadzeniu ustawowych ograniczeń co do maksymalnej wartości jednostkowej inwestycji, w stosunku do ogólnej wartości aktywów spółki. W przypadku Wielkiej Brytanii i Irlandii obowiązuje rozwiązanie hybrydowe, zakładające zarówno

---

akcji w innych spółkach, a w przypadku przychodów kwalifikowanych, przychodów z udziałów lub akcji lub przychodów z ich sprzedaży.

<sup>649</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 5.

<sup>650</sup> Art. 8 ust. 1 pkt 1 projektu FINN.

<sup>651</sup> Raport z opiniowania projektu FINN, s. 12.

ograniczenia co do minimalnej liczby nieruchomości, łącznie z określeniem możliwości maksymalnego udziału ich wartości w aktywach tamtejszych podmiotów typu REIT.

Należy zwrócić uwagę, że poza przepisem art. 7 ust. 1 pkt 3, projekt FINN nie przewidywał innych ograniczeń terytorialnych dotyczących inwestycji spółki. Przepis art. 3 projektu wskazywał co prawda, że przedmiotem przeważającej działalności spółki jest najem nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Treść normy z art. 7 ust. 1 pkt 3 projektu FINN w praktyce oznaczałaby jednak, że po nabyciu pięciu nieruchomości mieszkalnych w Polsce, spółki FINN byłyby uprawnione do inwestowania na całym świecie (z uwzględnieniem wymogów co do mieszkalnego przeznaczenia nieruchomości).

Poszukując w krajowym porządku prawnym norm zbliżonych treściowo i konstrukcyjnie do projektowanych norm ograniczających działalność polskiego odpowiednika podmiotów typu REIT, ponownie należy wskazać na przepisy dotyczące funduszy inwestycyjnych, w szczególności FIZ. W przypadku funduszy inwestycyjnych przewidziane prawem ograniczenia w zakresie dopuszczalności inwestycji, nastawione są przede wszystkim na zapewnienie uczestnikom funduszu bezpiecznego produktu inwestycyjnego oraz zabezpieczenie, w możliwie najwyższym stopniu, ich interesów w przypadku ziszczenia się nieodzownie związanego z inwestycją ryzyka<sup>652</sup>. Wiąże się to z jedną z ogólnych zasad dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, którą jest zasada ograniczania ryzyka inwestycyjnego<sup>653</sup>. Regulacje dotyczące ograniczania ryzyka inwestycyjnego różnią się w zależności od rodzaju funduszu i większą restrykcyjnością charakteryzują się te odnoszące się do FIO<sup>654</sup>. Zarówno w przypadku FIO, jak i FIZ ogólna koncepcja zmierzająca do realizacji zasady ograniczania ryzyka inwestycyjnego opiera się na dwóch głównych założeniach.

Po pierwsze, na wyszczególnieniu enumeratywnego katalogu przedmiotów lokat funduszu. W przypadku FIO są to określone w art. 93 ust. 1 u.f.i. papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego. Z kolei katalog dopuszczalnych przedmiotów lokat FIZ jest znacznie szerszy i obejmuje m.in. udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty, instrumenty pochodne oraz własność lub współwłasność

---

<sup>652</sup> R. Wojciechowski, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I*, red. A. Kidyba, Warszawa 2018, s. 1271; G. Borowski, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, red. R. Mroczkowski, Warszawa 2014, s. 395.

<sup>653</sup> M. Zdyb, *Wspólnotowe i polskie...*, s. 229.

<sup>654</sup> *Ibidem*, s. 229.

nieruchomości<sup>655</sup>. Należy pamiętać, że zarówno w przypadku FIO, jak i FIZ określone w ustawie przepisy konstruujące dopuszczalne katalogi przedmiotów lokat mają charakter norm bezwzględnie obowiązujących i nie ma możliwości ich zmiany na mocy regulacji wewnętrznych funduszu, zwłaszcza statutu<sup>656</sup>. Statut może jedynie przewidywać dobrowolne ograniczenie przedmiotów inwestycji funduszu zawężając ten katalog, ale nigdy nie może zawierać postanowień wykraczających poza normy ustawowe<sup>657</sup>.

Po drugie, ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi wprowadza limity maksymalnego zaangażowania środków w poszczególne instrumenty finansowe czy prawa majątkowe. Jednym z podstawowych limitów dotyczących FIO jest wyrażony w art. 96 ust. 1 u.f.i. zakaz lokowania więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot.

Z punktu widzenia tematyki pracy istotniejsze są ograniczenia inwestycyjne dotyczące FIZ, z uwagi na ujęcie w katalogu dopuszczalnych lokat nieruchomości. Fundusz inwestycyjny zamknięty, w przeciwieństwie do FIO, nie jest obowiązany do wykupu certyfikatów inwestycyjnych na każde zgłoszone żądanie uczestnika, tak jak ma to miejsce w przypadku jednostek uczestnictwa. Zgodnie z art. 139 ust. 1 i 3 u.f.i., to od postanowień statutu zależą dopuszczalność, tryb i warunki wykupywania certyfikatów inwestycyjnych. Rozwiązanie to pozwala na poczynienie dalekosiężnych planów inwestycyjnych przez fundusz, zabezpieczając interesy jego uczestników traktowanych jako zbiorowość, m.in. przed negatywnymi skutkami paniki rynkowej i chęcią nagłego wycofania środków przez wiele podmiotów<sup>658</sup>. Katalog przedstawiony w art. 145 ust. 1 oraz art. 147 ust. 1 u.f.i., zawiera znacznie więcej dopuszczalnych przedmiotów lokat, w tym nieruchomości, gdyż określone w statucie zasady wykupu certyfikatów inwestycyjnych pozwalają na lokowanie środków funduszu w aktywa o mniejszej płynności<sup>659</sup>.

Zgodnie z art. 147 ust. 1 u.f.i. przedmiotem lokat FIZ mogą być własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce

---

<sup>655</sup> Art. 145 ust. 1 i art. 147 ust. 1 u.f.i.

<sup>656</sup> K. Nowak, *Komentarz do art. 145 u.f.i.*, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, red. K. Osajda, J. Dybiński, Warszawa 2023, Legalis.

<sup>657</sup> *Ibidem*.

<sup>658</sup> M. Zdyb, *Wspólnotowe i polskie...*, s. 253.

<sup>659</sup> P. Zawadzka, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, red. R. Mroczkowski, Warszawa 2014, s. 533.

nieruchomościami<sup>660</sup>, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, statków morskich, a także użytkowanie wieczyste. Przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi przewidują dwa podstawowe ograniczenia odnoszące się do dopuszczalności nabywania nieruchomości. W pierwszej kolejności, FIZ może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji<sup>661</sup>. Przepis art. 148 ust. 1 *in fine* u.f.i. dopuszcza możliwość nabywania nieruchomości obciążonymi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości. Co ciekawe, w projekcie SRWN II przepis zezwalający na nabywanie nieruchomości wyłącznie o uregulowanym stanie prawnym oraz zakazujący nabywania nieruchomości będących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji, był odwzorowaniem art. 148 ust. 1 u.f.i. Sytuacja ta uległa zmianie, a projekt FINN dopuszczał możliwość nabycia przez spółkę nieruchomości mieszkalnej będącej przedmiotem postępowania zabezpieczającego lub egzekucyjnego z tą różnią, że wartość tych nieruchomości miała być wyłączona przy badaniu zgodności z wymogiem minimalnego poziomu aktywów kwalifikowanych<sup>662</sup>.

Drugie z ograniczeń określone w art. 148 ust. 3 u.f.i. stanowi, że FIZ nie może przeznaczyć więcej niż 25% wartości aktywów funduszu łącznie na nabycie jednego z przedmiotów lokat, o których mowa w art. 147 ust. 1 oraz na inwestycje w ten przedmiot lokat. W przypadku pojęcia „inwestycje w przedmiot lokaty” ustawodawca posługuje się odwołaniem do przepisów prawa budowlanego oraz do definicji budowy i remontu<sup>663</sup>. Szczegółowe postanowienia dotyczące zasad i zakresu lokowania środków funduszu w nieruchomości, w tym określenie wybranych segmentów rynku, związanych z nimi ryzyk oraz mających niwelować je zasad dywersyfikacji portfela, powinny znaleźć

---

<sup>660</sup> Zgodnie z przepisem art. 4 pkt 1 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1145 z późn. zm.), przez nieruchomość gruntową należy rozumieć grunt wraz z częściami składowymi, z wyłączeniem budynków i lokali, jeżeli stanowią odrębny przedmiot własności.

<sup>661</sup> Art. 148 ust. 1 u.f.i.; Określeniem „nieruchomość o nieuregulowanym stanie prawnym” posługuje się ustawodawca w ustawie o gospodarce nieruchomościami. W rozumieniu art. 113 ust. 6 jest to nieruchomość, dla której ze względu na brak księgi wieczystej, zbioru dokumentów albo innych dokumentów nie można ustalić osób, którym przysługują do niej prawa rzeczowe. Z definicji zawartej w ustawie o gospodarce nieruchomościami, *a contrario* można więc wyprowadzić definicję pojęcia „nieruchomość o uregulowanym stanie prawnym”.

<sup>662</sup> Art. 6 projektu FINN.

<sup>663</sup> Zgodnie z art. 3 pkt 6 pr.bud., przez budowę należy rozumieć wykonywanie obiektu budowlanego w określonym miejscu, a także odbudowę, rozbudowę, nadbudowę obiektu budowlanego. Z kolei art. 3 pkt 8 pr.bud. definiuje remont jako wykonywanie w istniejącym obiekcie budowlanym robót budowlanych polegających na odtworzeniu stanu pierwotnego, a niestanowiących bieżącej konserwacji, przy czym dopuszcza się stosowanie wyrobów budowlanych innych niż użyto w stanie pierwotnym.

się w statucie funduszu<sup>664</sup>. Istotne jest, że przepisy ustawy w art. 148 ust. 3 u.f.i. wprowadzają ułatwienie w postaci okresu dostosowawczego struktury portfela inwestycyjnego do wymagań wynikających z zasad dywersyfikacji lokat, o których mowa w ustawie oraz statucie funduszu<sup>665</sup>. Okres ten wynosi dwadzieścia cztery miesiące od dnia rejestracji funduszu, a w przypadku funduszu inwestycyjnego aktywów niepublicznych, okres ten wydłużony jest do trzydzieści sześć miesięcy<sup>666</sup>.

Pomimo funkcjonowania w porządku prawnym regulacji odnoszących się do FIZ wydaje się, że autorzy projektu FINN kształtując przepisy dotyczące powiązania ich działalności z rynkiem nieruchomości, pominęli rozwiązania już obowiązujące i stosowane w obrocie prawnym. Sposób powiązania z rynkiem nieruchomości zaproponowany w projektach krajowych, polegający na określeniu kwalifikowanego katalogu aktywów i przychodów oraz określeniu ich procentowego udziału w ogólnej sumie aktywów i przychodów, był odzwierciedleniem rozwiązań obowiązujących w wielu krajach europejskich. Należy przyznać, że takie podejście zapewnia podmiotom typu REIT większą swobodę decydowania o kierunkach rozwoju, niż enumeratywny katalog dopuszczalnej działalności.

Przeniesienie na grunt projektów krajowych przepisów odnoszących się do funkcjonowania FIZ dotyczących, w szczególności zakresu dopuszczalnych przedmiotów lokat, limitów zaangażowania kapitałowego w jedną nieruchomość oraz okresu dostosowawczego, należałoby uznać za celowe. Tym bardziej że analiza dotychczasowych projektów ustawodawczych ukazuje brak przyjęcia jednolitej koncepcji w wielu kwestiach, przede wszystkim w określeniu rodzaju nieruchomości, w które inwestować mogłyby polskie podmioty typu REIT.

### **3.3. Obowiązek wypłaty zysku przez podmioty typu real estate investment trust**

Zgodnie z art. 3 pr.przed. jedną z czterech głównych cech charakteryzujących działalność gospodarczą obok jej zorganizowania, wykonywania w sposób ciągły oraz we własnym imieniu, jest nakierowanie na osiągnięcie zarobku. W orzecznictwie sądów

---

<sup>664</sup> P. Zawadzka, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 534.

<sup>665</sup> J. Kmieć, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I*, red. A. Kidyba, Warszawa 2018, s. 1539.

<sup>666</sup> Art. 148 ust. 3 w zw. z art. 197 ust. 2 u.f.i.

administracyjnych działalność określana jest mianem zarobkowej, jeżeli jest prowadzona w celu osiągnięcia dochodu (zarobku), rozumianego jako nadwyżka przychodów nad poniesionymi kosztami<sup>667</sup>. Spotkać można się ze stwierdzeniem, że zarobkowy charakter działalności gospodarczej oznacza, iż zamiarem (celem) jej podjęcia jest osiągnięcie zysku, rozumianego jako nadwyżka przychodów nad wydatkami<sup>668</sup>. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak na potrzebę odróżnienia zysku od zarobku, zgodnie z twierdzeniem, że wyłącznie o zarobku można mówić w przypadku działalności podmiotów *not for profit*, przeznaczających osiągnięty dochód w całości na pokrycie kosztów działalności i realizację celów statutowych<sup>669</sup>. Cechę zarobkowości w rozumieniu prawa przedsiębiorców należy utożsamiać z każdym przysporzeniem w majątku przedsiębiorcy, niezależnie od jego przeznaczenia<sup>670</sup>. Zysk rozumiany być powinien jako ta część zarobku, którą przedsiębiorca może swobodnie rozporządzać, co w przypadku znacznej części przedsiębiorców powoduje tożsamość tych określeń<sup>671</sup>. Na marginesie trzeba wspomnieć o utrwalonej linii orzeczniczej, zgodnie z którą o zarobkowym charakterze działalności gospodarczej przesądza sam potencjał do generowania dochodów, a nie faktyczne ich osiągnięcie<sup>672</sup>. Dla oceny zarobkowości działalności bez znaczenia pozostaje realne osiągnięcie dochodów lub ponoszenie strat, a także subiektywna ocena przedsiębiorcy dotycząca ekonomicznej opłacalności jej prowadzenia<sup>673</sup>.

W rozdziale drugim przedstawiono podstawowe cechy pozwalające zakwalifikować podmioty typu REIT oraz ich projektowane krajowe odpowiedniki, jako przedsiębiorców, których działalność jest wykonywana w celu osiągnięcia zysku. Wynikająca z przepisów Kodeksu spółek handlowych możliwość tworzenia spółek kapitałowych, w każdym celu prawnie dopuszczalnym nie zmienia faktu, że w praktyce są one istotną formą prowadzenia działalności gospodarczej, a w niektórych przypadkach jedyną możliwą formą funkcjonowania przedsiębiorcy. W związku z powyższym, w wielu przypadkach osiągnięcie zysków przez spółkę kapitałową jest jednym z głównych celów jej

---

<sup>667</sup> Wyrok NSA z dnia 26 września 2008 r., II FSK 789/07, Legalis nr 543441.

<sup>668</sup> Wyrok NSA z dnia 17 lipca 2024 r., II FSK 422/24, Legalis nr 3106357; Wyrok NSA z dnia 1 września 2021 r., II FSK 174/19, Legalis nr 2645758.

<sup>669</sup> W.J. Katner, *Prawo działalności gospodarczej*, Warszawa 2003, s. 25.

<sup>670</sup> M. Zdyb, G. Lubeńczuk, A. Wołoszyn-Cichocka, *Prawo przedsiębiorców...*, s. 141.

<sup>671</sup> *Ibidem*, s. 141.

<sup>672</sup> M. Grzymisławska-Cybulska, *Ustawowe determinanty działalności gospodarczej w świetle orzecznictwa sądów administracyjnych*, „Studia Prawa Publicznego” 2014, nr 1(5), s. 92 i nast.

<sup>673</sup> Wyrok NSA z dnia 24 listopada 2011 r., II GSK 1219/10, Legalis nr 471318; Uchwała SN z dnia 30 listopada 1992 r., III CZP 134/92, Legalis nr 27898.

istnienia, fundamentalnym z punktu widzenia udziałowców lub akcjonariuszy lokujących środki w oczekiwaniu na przyszłą partycypację w zysku.

Udziały oraz akcje stanowią podstawę członkostwa w spółce i są wyznacznikiem stosunku prawnego łączącego ich właściciela ze spółką będącą osobą prawną<sup>674</sup>. Własność udziałów lub akcji tworzy węzeł prawny związany z istnieniem określonych praw i obowiązków w stosunkach pomiędzy spółką a jej członkiem. Z punktu widzenia udziałowca bądź akcjonariusza ich własność wiąże się z istnieniem poszczególnych praw podmiotowych<sup>675</sup>. Uprawnienia wynikające z własności udziałów lub akcji można podzielić na uprawnienia o charakterze majątkowym i uprawnienia o charakterze korporacyjnym, przy czym należy zaznaczyć, że druga grupa uprawnień w znacznej mierze umożliwia podejmowanie działań służących zabezpieczeniu uprawnień majątkowych<sup>676</sup>.

Najistotniejszym z uprawnień majątkowych wynikających z uczestnictwa w spółce jest prawo do udziału w wypracowanym zysku. Prawo do udziału w zysku określane również prawem do dywidendy, ma jednak charakter abstrakcyjny i należy odróżnić je od roszczenia o wypłatę zysku przeznaczanego do podziału przez zgromadzenie wspólników lub walne zgromadzenie<sup>677</sup>. Prawo to ma charakter bezwzględny, a akcjonariusze lub udziałowcy nie mogą na mocy statutu czy uchwał podejmowanych przez organy spółki zostać tego prawa pozbawieni na przyszłość<sup>678</sup>. Faktyczna partycypacja w wypracowanym zysku oraz powstanie roszczenia wobec spółki o jego wypłatę związane jest z koniecznością spełnienia określonych warunków.

Po pierwsze, spółka musi wykazać zysk w swoim sprawozdaniu finansowym, które w przypadku spółki akcyjnej, zgodnie z art. 347 § 1 k.s.h., podlega badaniu przez biegłego rewidenta. Kodeks spółek handlowych pomimo posługiwania się pojęciem „zysku” czy „prawa do udziału w zysku”, nie zawiera definicji legalnej tych pojęć, a sposób jego ustalenia wynika z przepisów ustawy o rachunkowości. Opierając się na definicji przedstawionej w art. 3 ust. 1 pkt 30 u.o.r., przez przychody i zyski rozumie się prawdopodobne powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zwiększenia wartości aktywów, albo zmniejszenia

---

<sup>674</sup> P. Orlik, *Umorzenie udziałów w spółce z o.o. w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2001, nr 2, s. 5.

<sup>675</sup> W. Popiołek, *Prawa podmiotowe uczestników spółek handlowych*, „Monitor Prawniczy” 2015, nr 7, s. 19.

<sup>676</sup> W. Popiołek, [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. P. Pinior, J.A. Strzępka, Warszawa 2024, s. 900.

<sup>677</sup> A. Opalski, [w:] *System Prawa Prywatnego. Tom 17B. Prawo spółek kapitalowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2016; A. Kidyba, *Prawo handlowe...*, s. 501.

<sup>678</sup> W. Popiołek, [w:] *Kodeks spółek...*, s. 901.

wartości zobowiązań, które doprowadzą do wzrostu kapitału własnego lub zmniejszenia niedoboru w inny sposób niż wniesienie środków przez udziałowców lub właścicieli. Kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie musi pokrywać się z zyskiem wykazany w sprawozdaniu finansowym i na mocy przepisów Kodeksu spółek handlowych może zostać powiększona o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz kwoty przeniesione z kapitału zapasowego i rezerwowego<sup>679</sup>

Po drugie, decyzja o przeznaczeniu całości lub określonej części zysku na wypłatę dywidendy dla udziałowców lub akcjonariuszy musi wynikać z uchwały podjętej przez zgromadzenie wspólników lub walne zgromadzenie. Sprawia to, że udziałowcy i akcjonariusze nie mają pewności co do osiągnięcia wymiernych korzyści i uzyskania roszczenia o wypłatę dywidendy, do czasu podjęcia stosownej uchwały. Określone w przepisach nieskonkretyzowane uprawnienie do udziału w zysku stanowi proceduralną gwarancję udziału w zysku w tym znaczeniu, że wymusza na spółce włączenie do porządku obrad punktu związanego z głosowaniem nad przeznaczeniem zysku do wypłaty, a głosowanie takie powinno odbywać się corocznie, bez możliwości pozbawienia prawa do zysku jedną uchwałą na kilka lat obrotowych do przodu<sup>680</sup>.

Z punktu widzenia tematyki pracy zagadnienie podjęcia uchwały o przeznaczeniu zysku jest o tyle istotne, że mimo wskazanych gwarancji, to do organów spółki należy każdorazowa decyzja, czy zostanie on przeznaczony na wypłaty dla udziałowców lub akcjonariuszy (ewentualnie jaka jego część zostanie przeznaczona na ten cel), czy też pozostanie on w spółce i zasili inne kapitały spółki, bądź zostanie wykorzystany na dalsze inwestycje. Co istotne, jest do rozwiązania funkcjonujące w większości spółek kapitałowych w Europie<sup>681</sup>.

### 3.3.1. Obowiązek wypłaty zysku w prawodawstwie państw europejskich

Istotą modelu REIT oraz jedną z wyróżnionych cech obligatoryjnych, charakteryzujących podmioty działające w tym modelu, jest ustawowe określenie obowiązku wypłaty większości wypracowanego zysku uczestnikom. Główną przyczyną takiego

---

<sup>679</sup> Por. art. 192 k.s.h. i art. 348 § 1 k.s.h.

<sup>680</sup> A. Opalski, [w:] *System prawa...*, s. 384; R. Pabis, [w:] *Kodeks spółek...*, s. 1734.

<sup>681</sup> L.J. Smith, C. de Cussy, C. Taylor, T. Włudyka, *Prawo spółek w Republice Federalnej Niemiec, Wielkiej Brytanii, Francji i Włoszech*, Kraków 2000, s. 70 i nast.; F.M. Laprade, *Rights and obligations of shareholders. National regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency*, European Parliament 2012, ([bit.ly/3WDI552](http://bit.ly/3WDI552)), s. 42 i nast., (dostęp: 30.11.2025 r.).

założenia jest opisana w rozdziale pierwszym transferowa teoria podatkowa (*conduit theory of taxation*), uzasadniająca zwolnienie z podatku dochodowego na poziomie podmiotu w przypadku, w którym działa on nie w celu akumulacji zysku lecz jego dystrybucji na rzecz uczestników<sup>682</sup>. Wprowadzenie zwolnienia podatkowego na poziomie podmiotu typu REIT, bez powiązania go z obowiązkiem wypłaty znaczącej części wypracowanego zysku, powodowałoby nieuzasadnione uprzywilejowanie podatkowe względem innych podmiotów działających na rynku<sup>683</sup>. Obowiązek ten może realizować również inne cele, jak na przykład wpływać na zwiększenie zaangażowania kapitałowego mniejszych inwestorów, w szczególności inwestorów indywidualnych, nieposiadających wystarczających środków na bezpośrednie lokowanie ich w nieruchomości przynoszące dochód<sup>684</sup>. Z punktu widzenia tej kategorii inwestorów, osiągnięcie regularnych i wymiernych zysków jest często kluczowym czynnikiem wpływającym na decyzję o zakupie akcji danej spółki<sup>685</sup>.

Z uwagi na dominujący w Europie model działalności podmiotów typu REIT oparty o formę spółki akcyjnej, wprowadzenie tego obowiązku odbywa się poprzez szczególne norm obligujące organy spółki do podjęcia uchwały o przeznaczeniu oznaczonej procentowo części zysku na wypłaty dla akcjonariuszy w formie dywidendy. Spółka zamierzająca funkcjonować w modelu REIT musi liczyć się z koniecznością utraty pełnej swobody w zakresie rozdysponowywania zysku, a ograniczenie tego prawa jest kompensowane możliwością uzyskania zwolnienia podatkowego. Podjęcie decyzji o zamiarze prowadzenia działalności w modelu REIT rodzi określone skutki, w szczególności w zakresie zapewnienia odpowiedniego poziomu środków rozwojowych. Niski poziom zysków, które mogą zostać zatrzymane w spółce powoduje konieczność pozyskiwania środków na rynku kapitałowym oraz wymusza politykę nakierowaną na pozyskiwanie nowych akcjonariuszy<sup>686</sup>. Będąca wynikiem tego transparentność finansowa spółki pozytywnie wpływa na zainteresowanie inwestorów<sup>687</sup>. Prawne zobligowanie do wypłaty zysku w formie dywidendy, powoduje również większą stabilność samej spółki i odporność na ogólne wahania płynności rynkowej, gdyż na giełdową wycenę akcji podmiotów typu REIT wpływa w sposób znaczący zwiększona pewność osiągnięcia udziału

---

<sup>682</sup> E. C. Wittlin, *The Real Estate...*, s. 782.

<sup>683</sup> J.S. Oh, A. Verstein, *A theory of REIT...*, s. 827; C. Ghosh, M. Petrova, *The effect of legal...*, s. 53.

<sup>684</sup> N. Fritsch, J. Prebble, R. Prebble, *A Comparison of Selected ...*, s. 373.

<sup>685</sup> *Ibidem*, s. 373.

<sup>686</sup> C. Ghosh, M. Petrova, *The effect of legal...*, s. 54.

<sup>687</sup> *Ibidem*, s. 54.

w zysku<sup>688</sup>. Nawet w przypadku spadku wartości akcji inwestorzy są mniej skłonni do wycofywania swoich środków, z uwagi na korzystną dla nich i wynikającą z przepisów prawnych politykę dywidendy.

Określenie ustawowego poziomu obowiązkowej wypłaty wypracowanego zysku pozostaje w gestii konkretnego ustawodawcy, podobnie jak oznaczenie sposobu wyliczenia zysku kwalifikującego się do wypłaty. W tym aspekcie do istotnych różnic dochodzi, zwłaszcza na gruncie zaliczenia do zysku przeznaczonego do wypłaty, zysków z tytułu zbycia aktywów spółki. W niektórych regulacjach, zysk wynikający ze zbycia aktywów spółki jest bowiem wyłączony z ustawowego obowiązku dystrybucji. Występować mogą również rozwiązania szczególne przewidujące odmienne poziomy wypłat w zależności od źródła, z którego uzyskane są środki na ich pokrycie. Poziomy wypłat obowiązkowych oraz zasady dotyczące sposobów ustalenia podstawy wypłaty obrazuje poniższa tabela.

**Tabela nr 5.** Zasady obowiązkowej wypłaty zysków europejskich podmiotów typu REIT.

<b>Państwo</b>	<b>Zysk z działalności operacyjnej lub innych źródeł</b>	<b>Zysk ze sprzedaży aktywów</b>
Holandia	100% zysku netto	Nie podlegają obowiązkowi wypłaty w przypadku alokowania do nieopodatkowanej rezerwy reinwestycyjnej
Belgia	80% zysku netto	Nie podlega obowiązkowi wypłaty w przypadku reinwestowania w ciągu czterech lat od daty jego uzyskania
Grecja	50% zysku netto	Brak obowiązku wypłaty
Francja	95% dochodów z najmu; 100% zysku z dywidend wypłaconych przez kwalifikowane spółki zależne	70% zysków zrealizowanych
Bułgaria	90% zysku netto	Podlega obowiązkowi wypłaty
Niemcy	90% zysku netto	50% (minimum) zysku ze sprzedaży nieruchomości – pozostałe 50% może zostać przekierowane do rezerwy i reinwestowane najpóźniej do końca drugiego roku obrotowego po ich utworzeniu
Włochy	70% zysku netto	50% zysku ze sprzedaży aktywów
Wielka Brytania	90% zysku netto 100% zysku z dywidend wypłaconych przez kwalifikowane spółki zależne	Brak obowiązku wypłaty
Hiszpania	80% zysku netto 100% zysku z dywidend wypłaconych przez kwalifikowane spółki	50% zysku ze sprzedaży aktywów – pozostałe 50% musi zostać reinwestowane w ciągu trzech lat od daty ich

<sup>688</sup> J.A. DiBartolomeo, V.A. Gatchev, D.M. Harrison, *The liquidity risk of REITs*, „Journal of Real Estate Research” 2021, vol. 43, nr. 1, s. 79 i nast.

	zależne	uzyskania
Finlandia	90% zysku netto	Podlega obowiązkowi wypłaty
Węgry	100% przewidywanej dywidendy, ew. w braku możliwości dokonania przewidzianej wypłaty, co najmniej 90% wolnych środków pieniężnych	Podlega obowiązkowi wypłat
Irlandia	85% zysku netto	Nie podlega obowiązkowi wypłaty w przypadku reinwestowania w ciągu dwudziestu czterech miesięcy od daty jego uzyskania
Portugalia	90% zysku z dywidend 75% zysku netto z działalności operacyjnej	Brak obowiązku wypłaty. Co najmniej 75% zysków ze sprzedaży aktywów musi podlegać reinwestycji w ciągu trzech lat od daty ich uzyskania

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Jak obrazuje to Tabela nr 5., w przypadku państw europejskich, w których funkcjonują przepisy realizujące postulaty modelu REIT, określony ustawowo poziom obowiązkowej wypłaty zysku oscyluje pomiędzy 50% zysku netto w przypadku Grecji, do nawet 100% zysku netto w przypadku Holandii. Greckie REIC znacznie odbiegają więc od średniego europejskiego poziomu wypłat obowiązkowych, który wynosi ok. 90% wypracowanego zysku. Na marginesie należy wspomnieć, że w państwach takich jak Litwa czy Luksemburg, które figurują w opracowaniach branżowych, jako posiadające w swoim ustawodawstwie regulacji dotyczące działalności podmiotów typu REIT, nie przewidziano ustawowo określonego poziomu obowiązkowej dystrybucji zysku<sup>689</sup>. Pownownie poddaje to w wątpliwość możliwość zakwalifikowania ich jako operujących w ramach modelu REIT, zgodnie z przedstawionym katalogiem cech obligatoryjnych i czyni odpowiedniejszym posługiwaniu się w ich przypadku określeniem podmiotów REIT-like<sup>690</sup>.

Niejednolite w ustawodawstwie europejskim, jest także podejście do zaliczenia w poczet zysku środków uzyskanych w wyniku sprzedaży aktywów spółki. W literaturze angielskojęzycznej na określenie zysku ze sprzedaży aktywów podmiotów typu REIT używa się pojęcia *capital gains*, co w dosłownym tłumaczeniu oznacza zysk kapitałowy<sup>691</sup>. W odniesieniu do krajowych propozycji ustawodawczych, posługiwanie się

<sup>689</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 118 i 128; PwC, *Compare and contrast...*, s. 56.

<sup>690</sup> Por. uwagi przedstawione na s. 85.

<sup>691</sup> E. Ożga, *The great dictionary of law...*, s. 98.

pojęciem zysku kapitałowego w tym znaczeniu, mogłoby prowadzić do nieściśłości pojęciowej i nieuprawnionego utożsamiania z kategorią przychodów z zysków kapitałowych, o której mowa w art. 7b u.p.d.o.p. W przypadku podmiotów działających w modelu REIT, chodzi jednak o zysk ze sprzedaży środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, które na gruncie prawa podatkowego powinny zostać zakwalifikowane jako przychody osiągnięte z innych źródeł w rozumieniu art. 7 ust. 1 u.p.d.o.p. oraz jako pozostałe przychody operacyjne związane pośrednio z działalnością operacyjną jednostki, w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 32 u.o.r. W celu zachowania przejrzystości pojęciowej, w dalszej części pracy zysk osiągnięty przez spółkę z powyższych tytułów będzie określany mianem zysku ze sprzedaży aktywów.

Z pewnymi zastrzeżeniami, bazując na kategoryzacji zaproponowanej przez G. Mizerskiego, można w tym aspekcie wyróżnić cztery systemy charakteryzujące się odmiennym podejściem do tego rodzaju zysków<sup>692</sup>:

- 1) systemy liberalne – charakteryzujące się brakiem regulacji dotyczących obowiązkowych wypłat zysków ze sprzedaży aktywów (np. Grecja, Wielka Brytania);
- 2) systemy restrykcyjne – charakteryzujące się obowiązkowym zaliczeniem zysków ze sprzedaży aktywów do zysków podlegających wypłacie (np. Bułgaria, Finlandia, Węgry);
- 3) systemy hybrydowe – charakteryzujące się rozdzieleniem zysku ze sprzedaży aktywów i przeznaczeniem na wypłatę bądź reinwestycję jedynie jego części (np. Niemcy, Hiszpania, Portugalia, Francja);
- 4) systemy warunkowe – charakteryzujące się obowiązkiem wypłaty zysków ze sprzedaży aktywów w przypadku zaniechania ich reinwestowania w wyznaczonym okresie (np. Holandia, Belgia, Irlandia).

W przypadku państw, w których obowiązuje system hybrydowy zakładający rozdzielanie zysków ze sprzedaży aktywów, dokonać można dalszego podziału ze względu na regulacje dotyczące przeznaczenia pozostałych środków. Przepisy regulujące działalność portugalskich SIGI, włoskich SIIQ czy francuskich SIIC, przewidują obowiązek przekazania odpowiedniej części zysku ze sprzedaży aktywów na konkretny cel, jednak w pozostałej części rozdysponowanie środków zależy od swobodnej decyzji spółki. Portugalskie SIGI są zobowiązane przekazać na reinwestycję jedynie 75% tego rodzaju

---

<sup>692</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 253.

zysków i nie muszą wypłacać pozostałej kwoty<sup>693</sup>. Z kolei włoskie SIIQ i francuskie SIIC muszą wypłacić odpowiednio 50% oraz 70% zysku ze sprzedaży aktywów akcjonariuszom, bez ustawowego obowiązku przeznaczenia pozostałej kwoty na dalsze inwestycje<sup>694</sup>.

Niemieckie REIT-AG oraz hiszpańskie SOCIMI w ramach przepisów dotyczących podziału środków uzyskanych z tytułu zbycia aktywów spółki nie posiadają kwot, którymi mogą dysponować w sposób dowolny. Regulacje ustawowe nakładają odgórny wymóg podziału części zysku ze sprzedaży aktywów pomiędzy akcjonariuszy, a pozostałej części na cele inwestycyjne. REIT-AG mogą przeznaczyć do połowy zysków spółki ze sprzedaży nieruchomości na rezerwę reinwestycyjną, która musi zostać wykorzystana najpóźniej do końca drugiego roku obrotowego po jej utworzeniu. W przeciwnym razie niewykorzystane kwoty z rezerwy ponownie przeznacza się na wypłaty dla akcjonariuszy<sup>695</sup>. Podobnie zagadnienie to wygląda w regulacji dotyczącej hiszpańskich SOCIMI, z tą różnicą, że okres w którym środki muszą zostać ponownie zainwestowane wynosi trzy lata, a zysk ze sprzedaży nie odnosi się wyłącznie do nieruchomości, a do wszystkich aktywów kwalifikowanych SOCIMI<sup>696</sup>.

Zastrzeżenia co do kategoryzacji rozwiązań dotyczących podziału zysków ze sprzedaży aktywów zaproponowanej przez G. Mizerskiego, poza przedstawionym doprecyzowaniem odnośnie do systemu hybrydowego, dotyczą również potrzeby wyróżnienia państw, w których system ten można określić mianem warunkowego. Regulacje obowiązujące w państwach, takich jak Holandia, Irlandia i Belgia, zakładają wyłączenie obowiązku zaliczenia do zysku przeznaczonego na wypłatę dywidendy, zysków z tytułu zbycia aktywów w przypadku dalszego ich reinwestowania. Rozwiązania takiego nie można więc zakwalifikować jako hybrydowego, z uwagi na brak ustawowych regulacji dotyczących podziału tego zysku, ani też liberalnego, gdyż decyzja o zaniechaniu wypłaty nie pozostaje zależna jedynie od woli spółki. Wyłączenie obowiązku wypłaty zysków ze sprzedaży aktywów jest w więc w tym przypadku warunkowane przeznaczeniem ich na dalsze inwestycje. IR-REIT są obowiązane dokonać wypłaty zysków ze sprzedaży

---

<sup>693</sup> Dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. zatwierdzający reżim dla spółek inwestycyjnych i zarządzających nieruchomościami, artykuł 10.

<sup>694</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes...*, s. 104; Francuski kodeks podatkowy, artykuł 208C.

<sup>695</sup> Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, § 13 ust. 3.

<sup>696</sup> Ustawa 11/2009 z 26 października, regulująca spółki akcyjne notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości, artykuł 6.

aktywów akcjonariuszom, jeżeli nie zostaną one reinwestowane w przeciągu dwudziestu czterech miesięcy od daty ich zbycia<sup>697</sup>. W przypadku belgijskich SIRP okres ten wynosi cztery lata<sup>698</sup>. Holenderskie FBI mogą natomiast uchylić się od obowiązku wypłaty zysków ze sprzedaży aktywów poprzez ich alokowanie do rezerwy reinwestycyjnej. Kwoty przeznaczone na utworzenie takiej rezerwy nie są zaliczane do zysku przeznaczonego do podziału<sup>699</sup>.

### 3.3.2. Obowiązek wypłaty zysku w krajowych projektach ustawodawczych

Polskie projekty ustawodawcze w przedmiocie procentowego określenia zysku przeznaczanego na wypłatę dywidendy, wpisywały się w średnie wartości obowiązujące w państwach europejskich, zakładając obowiązek przeznaczenia na ten cel 90% zysku<sup>700</sup>. Główne problemy i zmiany, które zachodziły w trakcie prac, dotyczyły sposobu wyliczenia zysku będącego podstawą do ustalenia wielkości dywidendy. Projekt SRWN I jako jeden z wymogów funkcjonowania w tym modelu, zakładał obowiązek wypłaty akcjonariuszom nie mniej niż 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 spółek SRWN, lub z dywidend wypłacanych przez kwalifikowane spółki zależne w rozumieniu projektu ustawy<sup>701</sup>. Warunek ten był uznawany za spełniony również w przypadku przeznaczenia zysku pochodzącego z powyższych tytułów na nabycie innych nieruchomości lub udziałów i akcji stanowiących nie mniej niż 95% kapitału zakładowego spółek, których nie mniej niż 70% wartości bilansowej aktywów stanowiły nieruchomości<sup>702</sup>.

Pierwszym problemem z określeniem poziomu zysku przeznaczanego do wypłaty w powyższy sposób, było jego oderwanie od ogólnych zasad wynikających z Kodeksu spółek handlowych. Zgodnie z art. 348 § 1 k.s.h., kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz kwoty przeniesione z utworzonych z zysku

---

<sup>697</sup> Finance Act 2010, Part 25A, sec. 705L (2).

<sup>698</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes...*, s. 12.

<sup>699</sup> Dekret o instytucjach inwestycyjnych z 2020 r., artykuł 1a, (Besluit beleggingsinstellingen 2020, artikel 1a, (<https://wetten.overheid.nl/BWBR0002705/2020-01-01>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>700</sup> Art. 2 ust. 1 pkt 7 projektu SRWN I; Art. 3 ust. 1 pkt 9 projektu SRWN II; Art. 7 ust. 1 pkt 5 lit. b projektu FINN.

<sup>701</sup> Art. 2 ust. 1 pkt 7 projektu SRWN I.

<sup>702</sup> *Ibidem*.

kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwotę tę należy dodatkowo pomniejszyć o niepokryte straty, akcje własne oraz kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny zostać przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub rezerwowe. Przepisy projektu SRWN I, przeciwnie do rozwiązań przewidzianych w k.s.h. nie zawierały postanowień ograniczających kwotę zysku, która może być przeznaczona na wypłatę akcjonariuszom do odpowiednio pomniejszonego zysku za ostatni rok obrotowy. W trakcie prac nad projektem wskazywano problem niejasnej relacji pomiędzy proponowanym przepisem art. 2 ust. 1 pkt 7 projektu SRWN I, a art. 348 § 1 k.s.h., podnosząc jednocześnie niezgodność tego pierwszego z przepisami dyrektywy 2012/30/UE<sup>703</sup>, zastąpionej obecnie dyrektywą 2017/1132<sup>704</sup>. Nieuwzględnienie ograniczeń wynikających z art. 348 § 1 k.s.h. mogłoby doprowadzić do sytuacji, w której nieprzewidziane zdarzenia obniżające zysk księgowy w danym roku obrotowym, powodowałyby obniżenie zysku możliwego do wypłaty zgodnie z przepisami tej ustawy, pomimo że zysk ze źródeł wskazanych w projekcie ustawy byłby kwotą wyższą. Spółka SRWN postępując w takiej sytuacji zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 7 projektu SRWN I, nie byłaby w stanie spełnić wymogu koniecznego do uzyskania szczególnego statusu podatkowego<sup>705</sup>.

Drugim problemem wynikającym z tak sformułowanego wymogu wypłaty, była możliwość jego faktycznego ominięcia, w związku z przyjęciem, że obowiązek ten uważano za spełniony również w przypadku, w którym wypracowany zysk przeznaczono na kolejne inwestycje. Przepis art. 2 ust. 1 pkt 7 projektu SRWN I, zakładał włączenie zysków uzyskanych ze zbycia aktywów do ogólnej kwoty zysku przeznaczonego na wypłatę dywidendy. Zgodnie z przedstawioną kategoryzacją, rozwiązanie takie powinno zostać przyporządkowane do systemów warunkowych. Obowiązek wypłaty zysków ze sprzedaży aktywów odpadał bowiem jeżeli zostały one przeznaczone na zakup nowych nieruchomości oraz udziałów lub akcji. Problem z projektowanym przepisem art. 2 ust. 1 pkt 7 projektu SRWN I polegał jednak na tym, że zyski ze sprzedaży aktywów nie

---

<sup>703</sup> Por. art. 17 ust. 3 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z dnia 25 października 2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz. U. UE. L. z 2012 r. nr 315, s. 74 z późn. zm.).

<sup>704</sup> Por. art. 56 ust. 3 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2017/1132 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (Dz. U. UE. L. z 2017 r. nr 169, s. 46 z późn. zm.); Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 12.

<sup>705</sup> *Ibidem*, s. 13.

były traktowane jako odrębna kategoria, jak czynią to ustawy obowiązujące w państwach europejskich, a wszystkie zyski ze źródeł kwalifikowanych ujmowane były zbiorczo. Umożliwiłoby to spółce potencjalne unikanie wypłaty dywidendy poprzez ciągłe przekazywanie wypracowanych zysków na dalsze inwestycje, co z kolei klóciłoby się z ogólnie przyjętą koncepcją funkcjonowania SRWN, nakierowaną na aktywizację inwestorów indywidualnych<sup>706</sup>. W braku przewidzianych w projekcie ustawy przepisów szczególnych należy przyjąć, że zgodnie z ogólnymi zasadami k.s.h. decyzja o przeznaczeniu zysku na poszczególne cele należałaby do kompetencji walnego zgromadzenia akcjonariuszy<sup>707</sup>. Niezwiązanie walnego zgromadzenia wnioskiem zarządu co do sposobu podziału zysku, mogłoby w tej sytuacji stać się zarzewiem konfliktu i narażać akcjonariuszy mniejszościowych na arbitralne działanie ze strony akcjonariuszy dominujących<sup>708</sup>.

Projekt SRWN I w sposób tożsamy określał wymogi wypłat dotyczące kwalifikowanych spółek zależnych SRWN. Zgodnie z art. 7 ust. 1 projektu SRWN I, spółką zależną SRWN miała być spółka akcyjna, spółka z o.o. lub spółka komandytowo-akcyjna, mająca siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, której nie mniej niż 75% wartości aktywów bilansowych stanowią nieruchomości oraz, w której spółka SRWN posiada udziały stanowiące nie mniej niż 95% kapitału zakładowego. Spółka zależna była obowiązana spełniać warunki określone w art. 2 ust. 1 pkt 5-7 projektu SRWN I, tj. wymogi odpowiedniej struktury przychodów, maksymalnego poziomu finansowania dłużnego oraz dystrybucji zysku. W związku z powyższym, pomimo obowiązku wypłaty dywidendy spółce dominującej, wypracowany zysk mógł być w niej zatrzymany i przekazany na dalsze inwestycje w identyczny sposób, jak w przypadku SRWN.

Wersja projektu uwzględniająca uwagi zgłoszone w ramach uzgodnień i konsultacji publicznych wprowadziła postulaty odnoszące się do sposobu określenia zysku przeznaczanego na wypłatę dywidendy. Przepis art. 3 ust. 1 pkt 9 projektu SRWN II stanowił, że spółka jest obowiązana do corocznej wypłaty dywidendy na poziomie nie niższym niż 90% zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy, a także pomniejszonego o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z innymi przepisami lub statutem powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub

---

<sup>706</sup> *Ibidem*, s. 12.

<sup>707</sup> Zob. art. 396 § 2 pkt 2 k.s.h.

<sup>708</sup> W. Popiołek, [w:] *Kodeks spółek...*, s. 999.

rezerwowe. Poprawiony przepis był więc bezpośrednim odwzorowaniem art. 348 § 1 k.s.h.

Projekt SRWN II przewidywał doprecyzowanie zasad związanych z przeznaczeniem zysku ze sprzedaży aktywów na ponowne inwestycje, niwelując tym samym ryzyko ustawicznego pomniejszania kwot przeznaczonych na wypłatę dywidendy. Zgodnie z art. 3 ust. 3 projektu SRWN II, na umotywowany wniosek zarządu walne zgromadzenie spółki mogło podjąć decyzję o pomniejszeniu zysku stanowiącego podstawę do wypłaty dywidendy o zysk pochodzący z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części, z odpłatnego zbycia akcji lub udziałów kwalifikowanych spółek zależnych lub akcji innych spółek SRWN, o ile w okresie dwóch lat od takiego zbycia zostałyby on przeznaczony na nabycie innych aktywów tego rodzaju. Niespełnienie warunku przeznaczenia wyłączonego zysku na cele inwestycyjne, było obwarowane koniecznością jego wypłaty akcjonariuszom w formie zaliczki na poczet dywidendy za dany rok obrotowy, z zachowaniem ograniczeń przewidzianych w art. 349 k.s.h.

Jako słuszny zabieg legislacyjny należy ocenić wyodrębnienie kategorii zysków ze sprzedaży aktywów i wprowadzenie odrębnych zasad dotyczących ich przeznaczenia na dalsze inwestycje. Wskutek tak ukształtowanych przepisów, spółka nie miałaby możliwości nieograniczonego reinwestowania całości zysku i unikania w ten sposób wypłaty dywidendy. Problem konfliktów wewnętrznych w tym zakresie ograniczyłby się do sporu, czy w danym roku obrotowym zysk ze sprzedaży aktywów ma zasilić kwotę zysku przeznaczonego do wypłaty czy też nie. Zysk przeznaczony na wypłatę mógłby zostać pomniejszony o kwoty uzyskane w wyniku prowadzenia działalności operacyjnej, tylko poprzez przekierowanie jego części na kapitały zapasowy lub rezerwowe zgodnie z postanowieniami statutu spółki<sup>709</sup>.

Projekt FINN utrzymał część rozwiązań zaproponowanych w projekcie SRWN II, tworząc jednak dwie alternatywne metody ustalenia zysku przeznaczanego na wypłatę dla akcjonariuszy. W pierwszym wariantcie spółka FINN mogła zrealizować obowiązek ustawowy, dokonując na rzecz akcjonariuszy podziału zysku wynikającego z rocznego sprawozdania finansowego w kwocie odpowiadającej całości zysku, który mógł zostać przeznaczony do podziału zgodnie z przepisami prawa handlowego<sup>710</sup>. Drugi wariant zakładał obowiązek wypłaty zysku wynikającego z rocznego sprawozdania finansowego w kwocie stanowiącej co najmniej 90% łącznej wartości przychodów uzyskanych w roku

---

<sup>709</sup> Por. art. 396 § 1 i § 4 k.s.h.

<sup>710</sup> Art. 7 ust. 1 pkt 5 lit. a projektu FINN.

obrotowym z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych lub z odpłatnego zbycia nieruchomości mieszkalnych, które były przed ich zbyciem wynajmowane przez co najmniej rok, w tym przychodów uzyskanych za pośrednictwem spółki zależnej, pomniejszonej o wyliczone enumeratywnie w projekcie wydatki<sup>711</sup>. Wydatki pomniejszające kwotę przychodu przeznaczoną do wypłaty ograniczały się do<sup>712</sup>:

- 1) wydatków poniesionych na spłatę zobowiązań wynikających z finansowania dłużnego przeznaczonego na nabycie nieruchomości mieszkalnych oraz spłatę odsetek i prowizji wynikających z tych zobowiązań;
- 2) opłat związanych z użytkowaniem nieruchomości mieszkalnych, stanowiących koszty uzyskania przychodu firmy inwestującej w najem nieruchomości, w szczególności opłat za energię elektryczną, gaz, wodę, ścieki, utrzymanie czystości i bezpieczeństwa;
- 3) wydatków na wyposażenie, remont lub modernizację posiadanych nieruchomości mieszkalnych, w łącznej wysokości nie wyższej niż wartość odpowiadająca iloczynowi wyrażonej w m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej nieruchomości mieszkalnych, z wyłączeniem powierzchni gruntu, i stawki 30 zł;
- 4) kwot podatku od nieruchomości i opłat za użytkowanie wieczyste, rocznych opłat przekształceniowych i opłat jednorazowych, o których mowa w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. o przekształceniu prawa użytkowania wieczystego gruntów zabudowanych na cele mieszkaniowe w prawo własności tych gruntów (Dz. U. z 2024 r. poz. 386), oraz podatku dochodowego.

Projekt ustawy nie zakładał ograniczeń odnoszących się do wyboru jednej z powyższych metod określenia zysku przeznaczonego na wypłatę dywidendy. Należy domniemywać, że decyzja w tym zakresie należałaby do swobodnego uznania walnego zgromadzenia, podejmującego coroczną uchwałę o podziale zysku<sup>713</sup>. Z uwagi na brak konieczności określenia sposobu obliczania zysku przeznaczonego na wypłatę w dokumentach wewnętrznych spółki, w szczególności w części statutu odnoszącej się do zasad strategii gospodarczej<sup>714</sup>, walne zgromadzenie w zależności od oceny sytuacji finansowej spółki w danym roku, mogłoby w poszczególnych latach zamiennie stosować jedną ze wskazanych metod.

---

<sup>711</sup> Art. 7 ust. 1 pkt 5 lit. b projektu FINN.

<sup>712</sup> *Ibidem*.

<sup>713</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 23.

<sup>714</sup> Por. art. 3 pkt 7 projektu FINN.

Rozwiązanie zakładające możliwość alternatywnego wyboru dwóch sposobów określenia zysku przeznaczonego na wypłatę dywidendy jest niespotykane w przypadku europejskich podmiotów typu REIT. Pewnych podobieństw można doszukiwać się w przepisach regulujących działalność węgierskich SZIT, jest to jednak podobieństwo pozorne. Tamtejsza ustawa przewiduje dwa sposoby określenia kwot podlegających wypłacie akcjonariuszom, z tą różnicą, że zasadą jest wypłata planowanej dywidendy ustalonej zgodnie z przepisami obowiązującego prawa spółek. Jedynie w przypadku nieosiągnięcia za rok obrotowy kwot wystarczających na wypłatę w ustalonej wysokości, spółka jest obowiązana wypłacić jako dywidendę 90% wolnych środków<sup>715</sup>.

Wprowadzenie dwóch metod określania zysku jest wynikiem zgłaszanych uwag dotyczących ewentualnego problemu braku środków pieniężnych na wypłatę dywidendy, który cechuje działalność podmiotów funkcjonujących na rynku nieruchomości. W przypadku podejścia bilansowego, na którym opierają się rozwiązania k.s.h. może dojść do sytuacji, w której zysk bilansowy będzie wyższy niż wynik kasowy, na przykład w sytuacji dokonania aktualizacji wyceny środka trwałego<sup>716</sup>. Może to prowadzić do sytuacji, w której dywidenda określona na podstawie bilansu spółki będzie wyższa, niż środki pieniężne mogące zostać przeznaczone na wypłatę. Dopuszczalność określenia zysku przeznaczonego do wypłaty z ograniczeniem do wynikającego ze sprawozdania finansowego przychodu uzyskanego z tytułu najmu nieruchomości lub ich odpłatnego zbycia, mogłoby stanowić potencjalne rozwiązanie powyższego problemu.

W zakresie reinwestowania zysków uzyskanych ze sprzedaży aktywów, projekt FINN kopiował wcześniej przyjętą koncepcję, zakładającą powierzenie kompetencji do decydowania o jego przeznaczeniu walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy<sup>717</sup>. W przypadku niewydatkowania środków w terminie 24 miesięcy od dnia zbycia aktywów, wyłączona kwota miała zasilić kwotę zysku przeznaczonego do wypłaty w roku obrotowym, w którym termin ten upłynął<sup>718</sup>. Przepis art. 7 ust. 5 projektu FINN doprecyzowywał, że kwota wyłączona z zysku przeznaczonego na wypłatę, musi zasilić wyodrębniony w tym cel kapitał spółki. Przyjęta koncepcja nie niwelowała więc zagrożenia powstania

---

<sup>715</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes...*, s. 82; Ustawa CII z 2011 r. o regulowanych spółkach inwestujących w nieruchomości, artykuł 3 ust. 3 lit. c, (2011. évi CII. törvény a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokról), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>716</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 36; Zob. art. 31 ust. 3 u.o.r.

<sup>717</sup> Art. 7 ust. 4 projektu FINN.

<sup>718</sup> Art. 7 ust. 6 projektu FINN.

konfliktu interesów wewnątrz akcjonariatu spółki, dotyczącego zasadności wyłączenia zysku w celu jego reinwestowania.

Rozwiązaniem tego problemu mogłoby być wprowadzenie ustawowych ograniczeń dotyczących maksymalnej kwoty kapitału rezerwowego spółki. Tego typu rozwiązania funkcjonują w przypadku portugalskich SIGI i hiszpańskich SOCIM. Utworzony kapitał rezerwowy tych spółek nie może przekraczać 20% kapitału zakładowego, a tworzenie innych „niedostępnych” rezerw jest niedozwolone<sup>719</sup>. Ustawodawca określił więc w tym przypadku maksymalny poziom akumulowanych w spółce środków, zabezpieczając płynność przepływu zysku na rzecz akcjonariuszy.

Wyróżnione systemy hybrydowe, zakładające zawarcie w przepisach ustawowych regulacji dotyczących procentowych limitów podziału zysku ze sprzedaży aktywów, odbierają organom spółki pewną część swobody związanej z decydowaniem o przeznaczeniu tych środków. W dalszej perspektywie mogą jednak pozytywnie wpływać na ogólną stabilizację wewnętrznych relacji w spółce oraz na jej pozytywny odbiór przez potencjalnych inwestorów, z uwagi na klarowne zasady dystrybucji zysku. Zaproponowane regulacje krajowe wpisujące się w krąg systemów warunkowych, mogą zapewnić większą operatywność w przedmiocie przekierowywania środków własnych na reinwestycję, ale wyłącznie w sytuacji, gdy w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy panuje zgoda co do kierunków rozwoju spółki.

Wymaga więc rozważenia czy wprowadzając do polskiego porządku prawnego model REIT, zasady podziału zysku, a w szczególności zysku ze zbycia aktywów nie powinny zostać wyznaczone w bardziej rygorystyczny sposób. Warunek obowiązkowej wypłaty zysku wyliczanego na podstawie przepisów k.s.h., nie obwarowany dodatkowymi wymogami odnośnie do maksymalnego poziomu kapitałów własnych, może prowadzić do wypaczenia transferowego charakteru podmiotu działającego w modelu REIT. Biorąc pod uwagę treść projektowanego przepisu art. 7 ust. 1 pkt 5 lit. a projektu FINN w zw. z art. 348 § 1 k.s.h., spółka miałaby możliwość takiego ukształtowania statutu, aby przez postanowienia odnoszące się do poziomu kapitału zapasowego i rezerwowych odpowiednio pomniejszać zysk przeznaczony na wypłatę. Przepisy k.s.h. nie zawierają ograniczeń co do maksymalnego poziomu kapitału zapasowego oraz rezerwowych<sup>720</sup>.

---

<sup>719</sup> Dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. zatwierdzający reżim dla spółek inwestycyjnych i zarządzających nieruchomościami, artykuł 10; Ustawa 11/2009 z 26 października, regulująca spółki akcyjne notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości, artykuł 3.

<sup>720</sup> A. Krysik, [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2024, s. 1930.

W przypadku obligatoryjnego kapitału zapasowego obowiązuje jedynie próg minimalny, który w wyniku sukcesywnych wpłat wynoszących co najmniej 8% zysku za rok obrotowy musi osiągnąć przynajmniej jedną trzecią kapitału zakładowego<sup>721</sup>. Kapitał zapasowy zapewniający spółce środki umożliwiające pokrycie powstałej straty, pełni w jej strukturze finansowej określone funkcje, takie jak funkcja ochronna, funkcja rezerwowa i funkcja tezauryzacyjna<sup>722</sup>. Potrzeba realizacji tych funkcji przekłada się na szczególne ograniczenia dotyczące wykorzystania kapitału zapasowego<sup>723</sup>.

Przeciwnie do kapitału zapasowego, kapitały rezerwowe spółki (określane również mianem celowych) mogą zostać utworzone na dowolny cel określony w statucie, a brak zawarcia odpowiednich postanowień w tym zakresie uniemożliwia ich wyodrębnienie<sup>724</sup>. Cel, na jaki zostaje utworzony kapitał rezerwowy musi zostać z góry określony, w następstwie czego spółka nie ma możliwości wydatkowania środków w nim zgromadzonych niezgodnie z przeznaczeniem<sup>725</sup>. Niekiedy ustawodawca wymaga od spółki utworzenia kapitału mającego realizować określone cele. Jako przykład można wskazać rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe dla celów wypłacalności, do których utworzenia są zobowiązane zakłady ubezpieczeń<sup>726</sup>. Rezerwy te (jak wszystkie rodzaje kapitałów własnych spółki) ujmowane są w księgach rachunkowych i prezentowane w sprawozdaniu finansowym jako pasywa, co jest zabiegiem księgowym wymuszającym na spółce posiadanie odpowiednich środków po stronie aktywów w celu ich pokrycia<sup>727</sup>.

---

<sup>721</sup> *Ibidem*, s. 1930; art. 396 § 1 k.s.h.

<sup>722</sup> W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 795; Funkcja ochronna kapitału zapasowego wyraża się w ochronie kapitału zakładowego przed uszczupleniem, poprzez pokrywanie strat w pierwszej kolejności ze zgromadzonego kapitału zapasowego. Funkcja rezerwowa pokrywa się w dużej mierze z ochronną. Jeżeli nie utworzono specjalnego kapitału rezerwowego na pokrycie straty, jest ona pokrywana z kapitału zapasowego (kapitał rezerwowy o charakterze ogólnym). Funkcja tezauryzacyjna polega na przelewaniu do kapitału zapasowego wszelkich powstałych nadwyżek (dopłaty za szczególne uprawnienia, *agio* emisyjne).

<sup>723</sup> M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2024, s. 1096; Jedną z zasad dotycząca utrzymania odpowiedniego poziomu kapitału zapasowego w spółce jest konieczność utrzymania jednej trzeciej wartości kapitału zakładowego, bez względu na faktyczne jego pokrycie oraz z uwzględnieniem wszelkich zmian wpływających na wielkość kapitału zakładowego. Podwyższenie kapitału zakładowego wiąże się więc z koniecznością odpowiedniego dostosowania poziomu kapitału zapasowego. Zgodnie z art. 396 § 5 k.s.h. o użyciu kapitałów zapasowego i rezerwowych w spółce rozstrzyga walne zgromadzenie i jest to jego kompetencja wyłączna, która nie może zostać przeniesiona na inny organ spółki.

<sup>724</sup> W. Popiołek, [w:] *Kodeks spółek...*, s. 901; Brak postanowień statutu uniemożliwia utworzenie kapitału rezerwowego

<sup>725</sup> A. Krysik, [w:] *Kodeks spółek...*, s. 1931.

<sup>726</sup> Art. 224 ust. 1 u.d.u.r.

<sup>727</sup> P. Czublun, [w:] *Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Komentarz*, red. P. Czublun, Warszawa 2016, s. 476.

Obligatoryjnym kapitałem rezerwowym byłby również określony w art. 7 ust. 5 projektu FINN kapitał gromadzący środki przeznaczone na reinwestycję. Nie uniemożliwiłoby to jednak utworzenia przez spółkę innych kapitałów rezerwowych, akumulujących nie tylko kwoty pochodzące z tytułu zbycia aktywów, ale również zasilane zyskiem z działalności operacyjnej. Wspomniane ograniczenia obowiązujące portugalskie SIGI i hiszpańskie SOCIMI mają za zadanie zapobiegać takiemu właśnie gromadzeniu środków przed spółkę. Zasadnym wydaje się więc uwzględnienie w projektach krajowych, rozwiązań funkcjonujących w ustawodawstwie portugalskim czy hiszpańskim. Należy rozważyć czy czasowe ograniczenie możliwości wykorzystania rezerwy reinwestycyjnej opisanej w art. 7 ust. 6 projektu FINN, nie powinno zostać rozszerzone na inne kapitały rezerwowe. Sztywne ograniczenia kwotowe dotyczące maksymalnych poziomów kapitałów spółki mogłyby okazać się uciążliwe, szczególnie w przypadku, w którym w danym roku obrotowym z przyczyn zewnętrznych ekonomicznie uzasadnione byłoby zatrzymanie zysku w spółce.

Problematyka obowiązkowej wypłaty wypracowanego zysku z perspektywy możliwej implementacji modelu REIT jest o tyle trudna, że w polskim porządku prawnym (inaczej niż w przypadku pozostałych cech charakteryzujących model REIT) nie ma regulacji normujących podobne zagadnienie. Przeprowadzona analiza wskazuje na wielowymiarowe skutki wprowadzenia obowiązkowej dystrybucji zysku. Głównym z nich jest problem pogodzenia przeciwstawnych interesów, które mogą powstać w ramach struktury właścicielskiej spółki. Z jednej strony, każdy akcjonariusz w ujęciu indywidualnym oczekuje maksymalizacji zysku i jak największych pożytków z zainwestowanej kwoty. Jest więc zainteresowany, jak najatrakcyjniejszą polityką dywidendy. Z drugiej strony, partykularne interesy akcjonariuszy nie mogą powodować zagrożenia dla istnienia samej spółki oraz jej kondycji rynkowej w szerszym horyzoncie czasowym.

Szczególne znaczenie w przypadku pomiotów typu REIT zdają się mieć zasady ładu korporacyjnego (*corporate governance*). Spory mogące powstawać pomiędzy zarządem a akcjonariuszami, wynikające z ogólnej dysproporcji informacji pomiędzy wskazanymi grupami, potęgowane są dodatkowo czynnikami wpływającymi na osłabienie pozycji akcjonariuszy np. małą przejrzystością wynikającą ze statusu spółki publicznej czy rozdrobnionym akcjonariatem<sup>728</sup>. Dodatkowo zarząd spółki działającej w modelu REIT ma utrudnione zadanie, gdyż regulacje pozwalające na uzyskanie szczególnego

---

<sup>728</sup> C. Teichmann, *Corporate governance – między prawem a rynkiem*, [w:] *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Kraków 2006, s. 25 i nast.

statusu podatkowego, w znaczny sposób ograniczają możliwość podejmowania nieskrępowanych decyzji finansowych. Istotne i celowe byłoby więc w przypadku tworzenia podmiotu działającego w modelu REIT, położenie szczególnego nacisku na stworzenie mechanizmów określających w szczegółowy sposób relację pomiędzy zarządem a akcjonariuszami, które mogłyby przyjąć formę chociażby tzw. kodeksów *corporate governance*<sup>729</sup>. Projektodawca świadom powyższego problemu w art. 15 ust. 1 i 2 projektu FINN zawarł normę programową obligującą zarząd spółki do zapobiegania konfliktowi interesów, a w przypadku powstania tego konfliktu zapewnienia ochrony interesów wszystkich akcjonariuszy. Mimo że w ust. 2 wskazano, że przez konflikt interesów rozumie się okoliczności, które mogą doprowadzić do powstania sprzeczności między interesem FINN lub spółki zależnej a interesem akcjonariuszy, w uzasadnieniu do projektu doprecyzowano, iż zobligowanie zarządu spółki do przeciwdziałania powstawaniu konfliktów interesów ma przede wszystkim stanowić element zabezpieczający mniejszościowych akcjonariusz przed arbitralnym działaniem akcjonariusza dominującego<sup>730</sup>.

### **3.4. Preferencyjne zasady opodatkowania podmiotów typu real estate investment trust**

#### **3.4.1. Pojęcie „transparentności podatkowej” oraz podmioty transparentne podatkowo**

Kolejną z wyróżnionych cech obligatoryjnych charakteryzujących model REIT, jest ściśle powiązane z brakiem akumulowania zysku preferencyjne opodatkowanie, zakładające zwolnienie z podatku dochodowego na poziomie podmiotu lub inne odpowiednie rozwiązania prowadzące do wyeliminowania zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, bądź minimalizujące jego występowanie. Zagadnienia dotyczące preferencyjnych zasad opodatkowania podmiotów typu REIT są kluczowe, gdyż przesądzają o finansowej korzystności podejmowania działalności w tym modelu i jego atrakcyjności dla potencjalnych inwestorów. Uwagi historyczne, odnoszące się do zagwarantowania amerykańskim REIT możliwości skorzystania z założeń transferowej teorii podatkowej (*conduit theory of taxation*) zostały przedstawione w rozdziale pierwszym<sup>731</sup>.

---

<sup>729</sup> *Ibidem*, s. 45.

<sup>730</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 14.

<sup>731</sup> Por. uwagi przedstawione na s. 49.

Należy przypomnieć, że ideą która przyświecała autorom pierwotnej regulacji amerykańskiej, była możliwość zrównania korzyści osiąganych przez inwestorów lokujących środki lokujących za pośrednictwem trustów na rynku nieruchomości na wynajem, z korzyściami dostępnymi od 1936 r. dla uczestników regulowanych spółek inwestycyjnych (*regulated investment companies*)<sup>732</sup>.

W przypadku amerykańskich REIT wiąże się to ze zwolnieniem przedmiotowym w podatku dochodowym od osób prawnych zysków, które zostały wypłacone w formie dywidendy<sup>733</sup>. Zgodnie z założeniami systemu amerykańskiego, REIT są zobowiązane do wypłaty minimum 90% zysków pochodzących z działalności operacyjnej. Przepisy IRC nie stoją jednak na przeszkodzie, aby wypłata dywidendy obejmowała większą część zysków z działalności operacyjnej, a także zyski ze sprzedaży aktywów, które wówczas podlegają zwolnieniu przedmiotowemu. Z punktu widzenia inwestorów prowadzi to do eliminacji zjawiska podwójnego opodatkowania, gdyż zysk przetransferowany w formie dywidendy, opodatkowany jest wyłącznie na ich poziomie podatkiem dochodowym od osób prawnych albo podatkiem dochodowym od osób fizycznych, w zależności od formy prawnej<sup>734</sup>.

Odnosząc się do tej cechy podmiotów typu REIT, można mówić wyłącznie o eliminacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym. Do podwójnego opodatkowania w ujęciu ekonomicznym dochodzi w sytuacji, w której ten sam dochód lub majątek osiągany przez dwa odrębne podmioty, podlega opodatkowaniu na poziomie każdego z nich w ramach tej samej jurysdykcji podatkowej<sup>735</sup>. Typowym przykładem tego zjawiska jest opodatkowanie zysku na poziomie spółki kapitałowej (bądź niektórych spółek osobowych) podatkiem dochodowym od osób prawnych i dalsze opodatkowanie dywidendy wypłaconej z tego zysku na poziomie uczestników spółki. Podwójne opodatkowanie w znaczeniu prawnym odnosi się do sytuacji, w których ten sam dochód lub majątek należący do tego samego podmiotu podlega opodatkowaniu w co najmniej dwóch jurysdykcjach podatkowych<sup>736</sup>. Problematyka podwójnego opodatkowania w znaczeniu

---

<sup>732</sup> J.M. Bernstein, D.J. Godfrey, *The Real Estate...*, s. 642.

<sup>733</sup> W.I. Boudry, *An examination of REIT dividend payout Policy*, „Real Estate Economics” 2011, vol. 39, issue 4, s. 608.

<sup>734</sup> *Ibidem*, s. 608.

<sup>735</sup> M. Jamroży, *Metody unikania podwójnego opodatkowania w świetle wielostronnej konwencji implementującej środki traktatowego prawa podatkowego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2018, vol. 107, s. 12; T. Woźniak, [w:] *Prawo finansowe. Wybrane zagadnienia*, red. A. Hanusz, Warszawa 2019, s. 398.

<sup>736</sup> H. Litwińczuk, *Międzynarodowe prawo podatkowe*, Warszawa 2020, s. 75; R.A. Nawrot, *Międzynarodowe unikanie opodatkowania dochodu i jego regulacje w prawie polskim*, Warszawa 2018, s. 22.

prawnym skupia się więc na regulacjach, w szczególności umowach bilateralnych, mających eliminować wielokrotność opodatkowania polegającą na nałożeniu ciężaru podatkowego zarówno w państwie rezydencji, jak i w państwie źródła dochodu<sup>737</sup>.

Pojęciem lepiej przystającym do omawianej tematyki, używanym nie tylko w stosunku do podmiotów typu REIT, ale również do innych podmiotów realizujących postulat eliminacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, jest transparentność podatkowa (*tax transparency*)<sup>738</sup>. W krajowym piśmiennictwie naukowym dotyczącym problematyki prawa podatkowego i opodatkowania spółek handlowych, określenie transparentności podatkowej odnosi się najczęściej do spółek osobowych<sup>739</sup>. Handlowe spółki osobowe są autonomicznymi podmiotami prawnymi wyposażonymi w zdolność prawną, zdolność do czynności prawnych oraz zdolność sądową<sup>740</sup>. Spółka osobowa nie jest osobą prawną, ale stosowanie do art. 8 § 1 k.s.h. w zw. z art. 33<sup>1</sup> § 1 k.c., odrębną od wspólników jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której ustawa przyznaje zdolność prawną. Pomimo cech świadczących o autonomiczności spółek osobowych, wypracowany przez nią zysk podlega opodatkowaniu wyłącznie na poziomie wspólników<sup>741</sup>.

Historycznie, cecha transparentności podatkowej odnosiła się do spółki komandytowej i spółki komandytowo-akcyjnej. Od 1 stycznia 2024 r. spółki komandytowo-akcyjne zostały włączone w zakres podmiotowy podatku dochodowego od osób prawnych<sup>742</sup>, co wprowadziło konieczność zapłaty podatku zarówno przez spółkę, jak i jej wspólników. Przed wprowadzeniem zmian, spółka komandytowo-akcyjna była atrakcyjną formą prowadzenia działalności, umożliwiającą wykorzystanie takich cech, jak pozyskiwanie kapitału w drodze emisji akcji, silna pozycja komplementariuszy oraz

---

<sup>737</sup> H. Litwińczuk, *Międzynarodowe prawo...*, s. 75.

<sup>738</sup> P. Eichholtz, N. Kok, *The EU REIT...*, s. 12; R. Sotelo, [w:] *Real estate...*, s. 9.

<sup>739</sup> J. Skwirowska, *Opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych spółki komandytowej*, „Przegląd Prawniczy” 2021, nr 1 (51), s. 130; M. Pietrewicz, P. Felis, M. Jamróży, J. Szlęzak-Matusiewicz, *Przesłanki i kierunki zmian w polskim systemie podatkowym – wybrane zagadnienia*, [w:] *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Warszawa 2014, s. 371; A. Tim, [w:] *Opodatkowanie spółek osobowych i ich wspólników*, red. A. Mariański, Warszawa 2018, s. 62; S. Kuros, M. Toczek, A. Kuraś, *Spółki osobowe: prawo spółek, prawo podatkowe i bilansowe*, Warszawa 2012, s. 53.

<sup>740</sup> J. Jerzmanowski, J. Napierała, T. Sójka, [w:] *Prawo spółek...*, s. 41.

<sup>741</sup> J. Skwirowska, *Opodatkowania podatkiem...*, s. 130.

<sup>742</sup> Ustawa z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku tonażowym (Dz. U. z 2013 r. poz. 1387); W. Modzelewski, J. Pyssa, M. Lehmann-Ziaja, A. Dembiński, B. Kurant, *Komentarz do art. 1 u.p.d.o.p...*, Legalis.

bezpieczeństwo akcjonariuszy w zakresie ich odpowiedzialności za zobowiązania spółki<sup>743</sup>. W połączeniu z jednokrotnym opodatkowaniem na poziomie wspólników oraz korzystnym orzecznictwem administracyjnym dotyczącym określenia momentu opodatkowania wypłacanej dywidendy, spółka komandytowo-akcyjna stała się mechanizmem agresywnej optymalizacji podatkowej<sup>744</sup>.

Podobne przesłanki zadecydowały o poszerzeniu katalogu podatników podatku dochodowego od osób prawnych o spółki komandytowe, do czego doszło na skutek nowelizacji, która weszła w życie 1 stycznia 2021 r.<sup>745</sup>. Wyłącznie możliwości stosowania mechanizmów optymalizacji podatkowej za pośrednictwem spółki komandytowo-akcyjnej, przyczyniło się do rozwoju innych konstrukcji łączących korzyści wynikające z cech spółek kapitałowych i osobowych. Powyższe doprowadziło do powstawania tzw. struktur hybrydowych polegających na tworzeniu spółek komandytowych, w których status komplementariusza posiadała spółka z o.o.<sup>746</sup>. Konstrukcja ta, poprzez postanowienia w umowie dotyczące podziału zysku, umożliwiała przyznanie nietransparentnej podatkowo spółce z o.o. będącej komplementariuszem jedynie nieznacznej części zysku, przypisując jego większą część komandytariuszowi, będącemu osobą fizyczną odpowiadającą wyłącznie do kwoty sumy komandytowej<sup>747</sup>. Struktura hybrydowa była więc prostym sposobem na połączenie korzyści płynących z ograniczenia odpowiedzialności osobistej za długi (zarówno w przypadku komplementariusza spółki z o.o. oraz komandytariusza), z zapewnieniem jednokrotności opodatkowania zysku w znaczeniu ekonomicznym.

Dążenie do osiągnięcia efektywnych organizacyjnie i podatkowo form prowadzenia działalności gospodarczej jest zjawiskiem oczywistym z ekonomicznego punktu widzenia. Nie można więc dziwić się przedsiębiorcom poszukującym nowych form optymalizacji podatkowej, polegającej na podejmowaniu wszelkich działań ukierunkowanych

---

<sup>743</sup> M. Jamroży, S. Kudert, *Optymalizacja opodatkowania dochodów przedsiębiorców*, Warszawa 2013, s. 211.

<sup>744</sup> *Ibidem*, s. 212; Uchwała składu siedmiu sędziów NSA z dnia 16.01.2012 r., II FPS 1/11, Legalis nr 432224; Zgodnie z tezą uchwały, opodatkowanie dywidendy wypłacanej akcjonariuszom było dopuszczalne dopiero w momencie jej faktycznego otrzymania. Ciągłe reinwestowanie zysku doprowadzało do braku opodatkowania zysków spółki przypadających na akcjonariuszy.

<sup>745</sup> Ustawa z dnia 28 listopada 2020 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2020 r. poz. 2132).

<sup>746</sup> M. Flis, *Regulacja struktur hybrydowych od 2020 r. w świetle projektowanej nowelizacji przepisów z dnia 22 sierpnia 2019 r.*, „Doradztwo Podatkowe - Biuletyn Instytutu Studiów Podatkowych” 2019, nr 278, s. 10; J. Skwirowska, *Opodatkowania podatkiem...*, s. 132.

<sup>747</sup> *Ibidem*, s. 132.

na minimalizację ciężarów podatkowych<sup>748</sup>. Opisane wyżej tworzenie struktur hybrydowych kwalifikuje się jako unikanie opodatkowania, związane z wykorzystywaniem dopuszczalnych przez prawo rozwiązań powodujących zmniejszenie ciężaru podatkowego, jednak charakteryzujących się sztucznością (pozornością)<sup>749</sup>. Wyrazem owej sztuczności są działania nieuzasadnione w żadnym stopniu pod względem gospodarczym, ale zapewniające wymierne korzyści podatkowe. Zgodnie z definicją unikania opodatkowania przedstawioną w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Ordynacja podatkowa, czynność nie skutkuje osiągnięciem korzyści podatkowej, jeżeli osiągnięcie tej korzyści, sprzecznej w danych okolicznościach z przedmiotem lub celem ustawy podatkowej lub jej przepisu, było głównym lub jednym z głównych celów jej dokonania, a sposób działania był sztuczny<sup>750</sup>.

Usankcjonowanymi przez prawo podmiotami charakteryzującymi się transparentnością podatkową (poza wspomnianymi wcześniej spółkami osobowymi) są fundusze inwestycyjne. Zgodnie z art. 6 ust. 1 pkt 10 u.p.d.o.p., zwalnia się od podatku FIO oraz specjalistyczne FIO, utworzone na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, z wyłączeniem specjalistycznych FIO stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla FIZ. Wskazane w przepisie FIO i specjalistyczne FIO podlegają całkowitemu zwolnieniu podmiotowemu, w związku z powyższym wszelkie stany faktyczne, od których przepisy ustawy o podatku dochodowym od osób prawnym uzależniają zaistnienie obowiązku podatkowego, nie przekształcają się w zobowiązanie podatkowe<sup>751</sup>.

Podobnemu zwolnieniu podlegały FIZ oraz specjalistyczne FIO stosujące zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla FIZ, jednak do 1 stycznia 2017 zostały wyłączone poza zakres zwolnienia podmiotowego określonego w art. 6 ust. 1 pkt 10 u.p.d.o.p. Od początku 2017 r., zgodnie z art. 17 ust. 1 pkt 57 u.p.d.o.p. dochody (przychody) FIZ oraz specjalistycznych FIO stosujących zasady i ograniczenia przypisane dla FIZ są zwolnione z podatku, z wyłączeniem enumeratywnie wyliczonych dochodów

---

<sup>748</sup> M. Kondej, *Klauzula przeciwko unikaniu opodatkowania*, Warszawa 2024, s. 27; J. Wyciśłok, *Optymalizacja podatkowa. Legalne zmniejszanie obciążeń podatkowych*, Warszawa 2013, s. 29.

<sup>749</sup> M. Kurzac, *Unikanie opodatkowania a uchylanie się od opodatkowania – o kryteriach rozróżniających*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2017, nr 105, s. 15; K. Cień, *Unikanie opodatkowania a planowanie podatkowe*, Warszawa 2022, s. 180 i nast.; R. A. Nawrot, *Międzynarodowe unikanie...*, s. 46.

<sup>750</sup> Art. 119a § 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Ordynacja podatkowa (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 111 z późn. zm.).

<sup>751</sup> W. Dmoch, *Podatek dochodowy od osób prawnych. Komentarz*, Warszawa 2022, s. 90.

(przychodów)<sup>752</sup>. Skonstruowany na zasadzie negacji katalog zwolnienia przedmiotowego, nie obejmuje m.in. dochodów z udziału w spółkach niemających osobowości prawnej lub jednostkach organizacyjnych niemających osobowości prawnej, mających siedzibę lub zarząd na terytorium Polski lub tożsamych podmiotach zagranicznych, dochodów z odsetek od pożyczek lub kredytów udzielonych takim podmiotom oraz dochodów z tytułu zbycia posiadanych w nich udziałów<sup>753</sup>. Wprowadzona zmiana była nakierowana na wyłączenie możliwości stosowania FIZ w celu optymalizacji podatkowej i tworzeniu konstrukcji umożliwiających unikanie opodatkowania z wykorzystaniem transparentnych podatkowo spółek osobowych<sup>754</sup>.

Zwolnienie przedmiotowe odnoszące się do FIZ nie dotyczy dochodów z nieruchomości, o których mowa w art. 24b ust. 1 u.p.d.o.p., tj. dochodów z nieruchomości podlegających podatkowi od przychodów z tytułu własności środka trwałego będącego budynkiem, zwanego również podatkiem od nieruchomości komercyjnych<sup>755</sup>. Przedmiotem opodatkowania są w tym przypadku stany faktyczne związane z własnością lub współwłasnością budynku położonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, który został w całości albo w części oddany do użytkowania na podstawie najmu, dzierżawy lub innej umowy o podobnym charakterze<sup>756</sup>. Podstawę opodatkowania stanowi suma przychodów z poszczególnych budynków, pomniejszona o kwotę 10 mln złotych, przy czym przychód stanowi ustalona na pierwszy dzień każdego miesiąca wartość początkowa podlegającego opodatkowaniu środka trwałego wynikająca z prowadzonej ewidencji<sup>757</sup>. Wprowadzenie tego podatku wiązało się z realizacją założenia tzw. minimalnego podatku dochodowego, połączonego z faktem posiadania aktywów nieruchomościowych o znacznej wartości<sup>758</sup>. Głównym celem było ograniczenie stosowania przez podmioty działające na rynku nieruchomości, działań optymalizacyjnych polegających na próbach wykazywania, jak najniższego przychodu z działalności operacyjnej<sup>759</sup>. Fundusze inwestycyjne zamknięte

---

<sup>752</sup> P. Małecki, M. Mazurkiewicz, *Komentarz do art. 17 u.p.d.o.p.* [w:] *CIT. Podatki i rachunkowość. Komentarz*, Warszawa 2023, LEX.

<sup>753</sup> Art. 17 ust. 1 pkt 57 lit. a–g u.p.d.o.p.

<sup>754</sup> KPMG, *Opodatkowanie funduszy inwestycyjnych w świetle nowelizacji ustawy o CIT*, ([bit.ly/3KoucVD](https://bit.ly/3KoucVD)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>755</sup> J. Jankowski, W. Klimiuk, *Podatek od nieruchomości komercyjnych – podatek dochodowy czy majątkowy*, „Kwartalnik Prawa Podatkowego” 2018, nr 3, s. 93.

<sup>756</sup> Art. 24b ust. 1 u.p.d.o.p.

<sup>757</sup> Art. 24b ust. 3 i 9 u.p.d.o.p.

<sup>758</sup> M. Jamróży, A. Łożykowski, *Doświadczenia polskie w minimalnym opodatkowaniu: podatek od przychodów z budynków*, „Finanse i Prawo Finansowe” 2021, vol. 2(30), s. 62.

<sup>759</sup> *Ibidem*, s. 62; Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 4 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy

lokujące środki w nieruchomości komercyjne wymienione w art. 24b ust. 1 u.p.d.o.p., są więc zobowiązane do zapłaty podatku od całości dochodu pochodzącego z tych nieruchomości, gdyż na podstawie art. 17 ust. 1 pkt 57 lit. g u.p.d.o.p. dochody te zostały wyłączone poza zakres generalnego zwolnienia przedmiotowego<sup>760</sup>.

Pomimo wskazanych odrębności dotyczących sposobu ukształtowania zwolnień podatkowych obejmujących FIO i FIZ oraz wyłączeń w zwolnieniu przedmiotowym FIZ, ograniczających możliwość ich stosowania w celach optymalizacji podatkowej, funkcjonujące w Polsce fundusze inwestycyjne należy uznać za podmioty transparentne podatkowo. Wymaga jednak zaznaczenia, że brak zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych dochodów z nieruchomości, o których stanowi art. 17 ust. 1 pkt 57 lit. g u.p.d.o.p., wyłącza transparentny podatkowo charakter FIZ, których portfel aktywów tworzą w głównej mierze nieruchomości na wynajem. Wprowadzenie do krajowego porządku prawnego ram dla prowadzenia działalności w modelu REIT, gwarantujących realizację postulatu transparentności podatkowej, byłoby rozwiązaniem szczególnie korzystnym dla potencjalnych podmiotów zamierzających funkcjonować w ramach tego modelu. Zapewniłoby to możliwość prowadzenia działalności w przedmiocie udostępniania nieruchomości na wynajem, w prostszej pod względem konstrukcyjnym od FIZ formie spółki akcyjnej, z jednoczesnym zapewnieniem likwidacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym.

### **3.4.2. Preferencyjne zasady opodatkowania podmiotów typu real estate investment trust w prawodawstwie państw europejskich**

Tematyka opodatkowania podmiotów typu REIT jest niezwykle szeroka i mogłaby stać się podstawą odrębnego opracowania naukowego. Z uwagi na konieczność zachowania spójności pracy, rozważania podrozdziału zostały ograniczone do funkcjonujących w Europie sposobów zapewnienia transparentności podatkowej na gruncie podatków dochodowych. W szczególności porównano rozwiązania odnoszące się do charakteru zwolnień występujących na poziomie podmiotów typu REIT albo na poziomie inwestorów, z uwzględnieniem ewentualnych różnic w przypadku opodatkowania zysków z działalności operacyjnej oraz zysków ze sprzedaży aktywów. Poza zakres

---

o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiągniętych przez osoby fizyczne, druk nr 1878, s. 31.

<sup>760</sup> Wyrok NSA z dnia 14 lutego 2022 r., II FSK 1768/19, Legalis nr 2684902.

opracowania wyłączono zagadnienia dotyczące unikania podwójnego opodatkowania w znaczeniu prawnym, powiązane z działalnością transgraniczną oraz opodatkowaniem inwestorów niebędących rezydentami. Jedynie wzmiankowane zostaną ewentualne odmienności i rozwiązania szczególne stosowane wobec podmiotów typu REIT na gruncie innych podatków m.in. podatku od nieruchomości, podatku od czynności cywilnoprawny czy podatku od towarów i usług.

Zapewnienie transparentnego podatkowo charakteru podmiotów typu REIT może odbywać się na kilka sposobów, w zależności od woli konkretnego ustawodawcy. W większości przypadków, rozwiązania zapewniające jednokrotności opodatkowania pod względem ekonomicznym są odzwierciedleniem regulacji amerykańskiej, zakładającej zwolnienie przedmiotowe w podatku dochodowym od osób prawnych. Jak obrazuje Tabela nr 6., wprowadzenie zwolnienia przedmiotowego obejmującego osiągnięte przez podmioty typu REIT zyski (dochody) ze źródeł kwalifikowanych, nie jest jedyną drogą do zapewnienia transparentności podatkowej.

**Tabela nr 6.** Opodatkowanie na poziomie podmiotów typu REIT.

<b>Państwo</b>	<b>Opodatkowanie zysku z działalności operacyjnej</b>	<b>Opodatkowanie zysku ze sprzedaży aktywów</b>
Holandia	Stawka podatkowa 0% w podatku dochodowym od osób prawnych	Mogą zostać wyłączone z dochodu podlegającego opodatkowaniu poprzez przeniesienie do rezerwy reinwestycyjnej
Belgia	Zwolnienie przedmiotowe	Zwolnienie przedmiotowe
Grecja	Podstawę opodatkowania stanowi wartość wszystkich aktywów spółki wynikająca z zestawienia obejmującego okres ostatnich sześciu miesięcy. Stawka podatku wynosi 10% stopy referencyjnej EBC powiększonej o 1 punkt procentowy.	Zwolnienie przedmiotowe wynikające ze szczególnego sposobu opodatkowania REIC
Francja	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody osiągnięte przez SIIC z kwalifikowanych źródeł	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody ze zbycia kwalifikowanych aktywów
Bułgaria	Zwolnienie podmiotowe	Zwolnienie podmiotowe
Niemcy	Zwolnienie podmiotowe w podatku dochodowym od osób prawnych oraz w podatku handlowych ( <i>Gewerbesteuer</i> )	Zwolnienie podmiotowe w podatku dochodowym od osób prawnych oraz w podatku handlowych ( <i>Gewerbesteuer</i> )
Włochy	Zwolnienie przedmiotowe w podatku dochodowym oraz regionalnym podatku od działalności produkcyjnej (IRAP) obejmujące dochody SIIQ osiągnięte z kwalifikowanych źródeł	Zwolnienie przedmiotowe w podatku dochodowym oraz regionalnym podatku od działalności produkcyjnej (IRAP) obejmujące dochody SIIQ ze zbycia kwalifikowanych aktywów
Wielka Brytania	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące

	dochody osiągnięte przez UK-REIT ze źródeł kwalifikowanych	dochody ze sprzedaży kwalifikowanych aktywów
Hiszpania	Stawka podatkowa 0% w podatku dochodowym od osób prawnych	Stawka podatkowa 0% w podatku dochodowym od osób prawnych
Finlandia	Zwolnienie podmiotowe. Możliwe jest stosowanie zwolnień podatkowych w sytuacji naruszenia warunków zwolnienia	Zwolnienie podmiotowe. Możliwe jest stosowanie zwolnień podatkowych w sytuacji naruszenia warunków zwolnienia
Węgry	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące całkowity dochód ustalony zgodnie z ogólnymi zasadami podatku dochodowego od osób prawnych. Zwolnienie przedmiotowe istnieje również na gruncie lokalnego podatku od działalności gospodarczej	Zyski ze sprzedaży aktywów wliczane są do całkowitego dochodu ustalonego zgodnie z ogólnymi zasadami podatku dochodowego od osób prawnych. (W przypadku sprzedaży udziałów lub akcji w wybranych podmiotach dochód z tego tytułu pozostaje opodatkowany na zasadach ogólnych)
Irlandia	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody osiągnięte przez IR-REIT ze źródeł kwalifikowanych	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody ze sprzedaży kwalifikowanych aktywów
Portugalia	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody osiągnięte przez SIGI z kwalifikowanych źródeł	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody ze sprzedaży kwalifikowanych aktywów

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Zgodnie z informacjami przedstawionymi w Tabeli nr 6., można wyróżnić trzy główne rozwiązania w zakresie opodatkowania podmiotów typu REIT. Najpowszechniejszym i obowiązującym obecnie w siedmiu państwach europejskich jest zwolnienie przedmiotowe obejmujące zyski (dochody) ze źródeł kwalifikowanych. Zwolnienie to jest konstrukcyjnie powiązane z przedstawionymi we wcześniejszej części pracy metodami ukierunkowania działalności prowadzonej w modelu REIT na rynek nieruchomości. W przypadku koncepcji zakładającej określenie głównego (przeważającego) przedmiotu działalności, poza osiąganiem dochodów kwalifikowanych podmiot może w ograniczonym zakresie osiągać dochody z innych źródeł. Sytuacja ta prowadzi do konieczności rachunkowego wyodrębnienia dochodów kwalifikowanych, podlegających zwolnieniu oraz dochodów niekwalifikowanych, opodatkowanych na zasadach ogólnych. Rozwiązanie takie funkcjonuje we Francji, Włoszech, Wielkiej Brytanii, Irlandii i Portugalii. Pozostałe dwa państwa posługujące się zwolnieniem przedmiotowym w celu zapewnienia transparentności podatkowej, tj. Belgii i Węgry, znajdują się niejako „na granicy”. Pomimo że powiązanie belgijskich SIRP i węgierskich SZIT z rynkiem nieruchomości jest oparte o enumeratywny katalog dopuszczalnych przedmiotów działalności i inwestycji, ustawodawcy

w tych państwach nie zdecydowali się na zastosowanie pełnego zwolnienia podmiotowego, a na wprowadzeniu zwolnienia przedmiotowego, skutkującego co do zasady zwolnieniem z podatku wszystkich osiągniętych dochodów<sup>761</sup>.

Drugim rozwiązaniem jest objęcie podmiotów typu REIT zwolnieniem podmiotowym w podatku dochodowym od osób prawnych. Spośród obecnie funkcjonujących w Europie podmiotów typu REIT, zwolnienie takie stosowane jest wobec bułgarskich SPIC, fińskich FIN-REIT oraz niemieckich REIT-AG. Ponownie można zauważyć pewną korelację pomiędzy przyjętymi zasadami ukierunkowania działalności na rynek nieruchomości, a obowiązującymi preferencjami podatkowymi. Bułgarskie SPIC oraz fińskie FIN-REIT są zobowiązane do prowadzenia wyłącznie ściśle określonej ustawowo działalności, co uzasadnia wprowadzenie preferencji podatkowych w postaci zwolnienia podmiotowego. Nie występuje bowiem ryzyko, że podmioty te będą wykonywały inną działalność dodatkową, która pozostawałaby nieopodatkowana, przeciwnie do założeń ustawodawcy. W przypadku niemieckich REIT-AG, odpłatna działalność dodatkowa świadczona na rzecz osób trzeci jest dopuszczalna, ale wyłącznie za pośrednictwem w pełni powiązanej kapitałowo spółki zależnej (spółki usługowej)<sup>762</sup>. Działalność ta, musi ograniczać się również do wskazanych w ustawie usług związanych z administrowaniem, utrzymywaniem i rozwojem nieruchomości<sup>763</sup>. Spółka REIT-AG spełniająca wymogi ustawowe, podlegająca nieograniczonemu obowiązkowi podatkowemu w podatku dochodowym od osób prawnym i nieuznana za rezydenta podatkowego innego państwa, jest zwolniona z podatku dochodowego od osób prawnych oraz z podatku handlowego<sup>764</sup>.

Niemiecki podatek handlowy (*Gewerbesteuer*) jest lokalnym podatkiem dochodowym stanowiącym jedno z głównych źródeł finansowania niemieckich gmin, do którego zapłaty zobowiązane są podmioty prowadzące działalność gospodarczą w ich granicach administracyjnych<sup>765</sup>. Spółki usługowe REIT-AG na swoim poziomie podlegają opodatkowaniu zarówno podatkiem dochodowym od osób prawnych, jak i podatkiem handlowym. Dodatkowa działalność świadczona za pośrednictwem spółek usługowych pozostaje więc opodatkowana, pomimo zastosowania zwolnienia podmiotowego wobec REIT-AG.

---

<sup>761</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes...*, s. 14 i 82.

<sup>762</sup> Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, § 1 ust. 2.

<sup>763</sup> *Ibidem*, § 3 ust. 6.

<sup>764</sup> *Ibidem*, § 16 ust. 1; S. Hofert, C. Möller, *Introduction of real estate investment trusts in Germany*, „Law and Financial Markets Review” 2007, vol. 1, issue 2, s. 148.

<sup>765</sup> <https://gruenderplattform.de/unternehmen-gruenden/gewerbesteuer>, (dostęp: 30.11.2025 r.).

Trzecim rozwiązaniem funkcjonującym w Holandii oraz Hiszpanii jest zastosowanie wobec podmiotów typu REIT preferencyjnej stawki podatkowej wynoszącej 0%. W przeciwieństwie do zastosowania zwolnienia podatkowego, obowiązek podatkowy przekształca się w tym przypadku w zobowiązanie podatkowe. Holenderskie FBI oraz hiszpańskie SOCIMI są zobowiązane do ustalenia dochodu podlegającego opodatkowaniu na zasadach ogólnych, który następnie podlega efektywnemu zwolnieniu poprzez zastosowanie stawki 0%<sup>766</sup>. Należy wskazać, że preferencyjna stawka odnosi się do wszystkich dochodów osiąganych przez te podmioty. W przypadku SOCIMI opodatkowaniu nie będą więc podlegały zarówno dochody wynikające z określonej ustawowo przeważającej działalności związanej z udostępnianiem nieruchomości na wynajem, jak i również inne dochody nie pochodzące ze źródeł kwalifikowanych.

Szczególne zasady opodatkowania, obiegające od powszechnie obowiązujących w państwach europejskich rozwiązań zapewniających transparentność podatkową, dotyczą greckich REIC. Spółki te, podlegają zwolnieniu podmiotowemu w podatku dochodowym od osób prawnych, jednak zwolnienie to jest równoważone podatkiem powiązaniem z wartością aktywów<sup>767</sup>. Stawka podatku wynosi 10% obowiązującej stopy referencyjnej Europejskiego Banku Centralnego, powiększonej o jeden punkt procentowy, a podstawę opodatkowania stanowi aktualna rynkowa wartość wszystkich aktywów, ustalana zgodnie z zasadami rachunkowości na podstawie półrocznych zestawień aktywów, do których prowadzenia zobowiązana jest spółka<sup>768</sup>. Grecki ustawodawca decydując o nienakładaniu obciążeń podatkowych na osiągany przez REIC dochód, wprowadził podatek odpowiadający konstrukcyjnie istocie podatków majątkowych. Podleganie REIC podatkowi kalkulowanemu w oparciu o wartość posiadanych aktywów, nie zmienia faktu podlegania REIC powszechnemu podatkowi od własności nieruchomości (*uniform real estate property tax* – ENFIA), na który składa się podatek główny, ustalany co do zasady w oparciu o fizyczne cechy nieruchomości oraz podatek uzupełniający wyliczany od wartości nieruchomości, którego podatnikami są osoby prawne<sup>769</sup>. W przeciwieństwie do innych podmiotów typu REIT, greckie REIC podlegają opodatkowaniu na poziomie spółki, z tym

---

<sup>766</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes...*, s. 145 i 170; PwC, *Compare and contrast...*, s. 83 i 91.

<sup>767</sup> T. Mitrakos, V. Vlachostergiou, S. Tsolacos, [w:] *Real estate investment trusts in Europe. Evolution, regulation, and opportunities for growth*, red. R. Sotelo, S. McGreal, Berlin 2013, s. 213; A. Malliou, T. Mintzas, M. Kilatou, I. Nikolaidi, N. Nikolaou, [w:] *The real estate investment structure taxation review*, red. G.A. Giannantonio, T. Steinmann, London 2023, s. 77.

<sup>768</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 25 ust. 1 i art. 31 ust. 3.

<sup>769</sup> <https://www.gov.gr/en/sdg/residence/purchasing-and-selling-of-immovable-property/taxation-for-possession-of-real-estate-property/uniform-real-estate-property-tax-enfia>, (dostęp: 30.11.2025 r.).

zastrzeżeniem, że podatek ten nie ma charakteru dochodowego, a majątkowy. Transparentność podatkowa czy też likwidacja podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym jest w ich przypadku osiągnięta poprzez zwolnienia na poziomie akcjonariuszy. Regulacja grecka zakłada w tym zakresie rozwiązania całkowicie przeciwne od tych obowiązujących w innych państwach, co obrazuje Tabela nr 7.

**Tabela nr 7.** Opodatkowanie na poziomie inwestorów.

<b>Państwo</b>	<b>Osoby fizyczne</b>	<b>Osoby prawne</b>
Holandia	Opodatkowanie na zasadach ogólnych	Opodatkowanie na zasadach ogólnych
Belgia	Dochód z dywidendy opodatkowany na zasadach ogólnych (preferencyjna stawka podatkowa w przypadku SIRP inwestujących w sektorze ochrony zdrowia).  Dochody z zyski kapitałowych ze sprzedaży akcji objęte zwolnieniem przedmiotowym	Dochód z dywidendy i zysków kapitałowych opodatkowany na zasadach ogólnych.  (Możliwość skorzystania ze zwolnienia w przypadku wypłaty dywidendy z zysku z określonych inwestycji zagranicznych)
Grecja	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji nienotowanych REIC (w przypadku zbycia akcji notowanych REIC zysk ze sprzedaży akcji będzie opodatkowany wyłącznie, jeżeli podatnik jest właścicielem akcji reprezentujących więcej niż 0,5% kapitału zakładowego)	Zwolnienie przedmiotowe obejmujące dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji nienotowanych REIC (w przypadku zbycia notowanych akcji REIC stawka podatku wynosi 22%)
Francja	Dywidendy oraz zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji SIIC podlegają opodatkowaniu podatkiem liniowym (z możliwością progresywnego systemu rozliczenia podatkowego obowiązującego przed 2018 r.)	Dywidendy wypłacane z zysków kwalifikowanych oraz zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji SIIC podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych zgodnie ze standardową stawką podatkową
Bułgaria	Dywidendy wypłacane przez SPIC podlegają opodatkowaniu 5% podatkiem dochodowym, którego płatnikiem jest spółka. Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji SPIC są zwolnione z podatku, jeżeli są przedmiotem obrotu na uznanej giełdzie papierów wartościowych	Dywidendy wypłacane przez SPIC opodatkowane na zasadach ogólnych. Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji SPIC są zwolnione z podatku, jeżeli są przedmiotem obrotu na uznanej giełdzie papierów wartościowych
Niemcy	Dochody z dywidendy i z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji opodatkowane podatkiem dochodowym o stawce 25% oraz dopłatą solidarnościową w wysokości 5,5%	Dochody z dywidendy i z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji REIT-AG opodatkowane na zasadach ogólnych podatkiem dochodowym oraz podatkiem handlowym
Włochy	Dochody z dywidend wypłacanych z zysków kwalifikowanych oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SIIQ podlegają pełnemu opodatkowaniu stawką 26%.  W przypadku osiągnięcia powyższych dochodów w ramach prowadzonej działalności	Dochody z dywidend wypłacanych z zysków kwalifikowanych i z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SIIQ podlegają pełnemu opodatkowaniu.  Dywidendy z niekwalifikowanych

	gospodarczej zaliczają się one do ogólnego dochodu i podlegają progresywnym stawkom podatkowym od 23% do 43%	zysków SIIQ mogą korzystać z przewidzianych prawem ulg zmniejszających efektywną stawkę podatku
Wielka Brytania	Dochody z dywidend wypłacanych ze źródeł kwalifikowanych opodatkowane są jak dochody z wynajmu nieruchomości według progresywnych stawek 20%, 40% lub 45%.  Zysk kapitałowy ze sprzedaży akcji w UK-REIT opodatkowany jest na zasadach ogólnych według progresywnych stawek 10% i 20%	Dochody z dywidend wypłacanych z zysków kwalifikowanych traktowane są jako dochody podatnika z wynajmu nieruchomości i są opodatkowane stawką 25%.  Dochody z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji UK-REIT podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych
Hiszpania	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SOCIMI podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych. (Wyłączenie możliwości dokonywania przewidzianych prawem odliczeń minimalizujących zjawisko podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym)	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SOCIMI podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych.  (Wyłączenie możliwości dokonywania przewidzianych prawem odliczeń minimalizujących zjawisko podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym)
Finlandia	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji FIN-REIT podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych, z zastosowaniem progresywnych stawek podatkowych (30% lub 34%)	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji FIN-REIT podlegają pełnemu opodatkowaniu na zasadach ogólnych stawką 20%
Węgry	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SZIT podlegają opodatkowaniu stawką 15% podatku dochodowego od osób fizycznych	Dochody z dywidendy podlegają ogólnym zasadom opodatkowania i zgodnie z węgierskim prawem podatkowym są odliczane od podstawy opodatkowania (zwolnienie partycypacyjne).  Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji SZIT podlegają zwolnieniu, jeśli były w posiadaniu spółki co najmniej rok
Irlandia	Dochody z dywidend podlegają opodatkowaniu na zasadach przewidzianych dla dochodów z inwestycji według progresywnych stawek podatkowych. Spółka jako płatnik pobiera 25% podatku zaliczanego następnie na poczet ustalonego indywidualnie końcowego podatku.  Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji IR-REIT opodatkowane są na zasadach ogólnych (stawka 33%)	Dochody z dywidend podlegają opodatkowaniu 25% stawką podatku dochodowego od osób prawnych.  Zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji IR-REIT podlegają opodatkowaniu 33% stawką podatku dochodowego od osób prawnych
Portugalia	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SIGI podlegają opodatkowaniu stawką 28% w podatku dochodowym od osób fizycznych. Spółka pełni rolę płatnika	Dochody z dywidend oraz z zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji SIGI podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych stawką 21%.  (W określonych przypadkach istnieje możliwość zastosowania zwolnienia partycypacyjnego)

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Naturalnym następstwem wprowadzenia preferencyjnych zasad opodatkowania na, uniemożliwiającym wystąpienie zjawiska podwójnego nieopodatkowania, jest zachowanie ciężaru podatkowego w odniesieniu do inwestorów osiągających dochody z tytułu posiadanego udziału kapitałowego. W większości zaprezentowanych przykładów, dywidendy wypłacane akcjonariuszom podmiotów typu REIT podlegają opodatkowaniu z zastosowaniem przewidzianym dla tych dochodów stawek podatkowych. Wyjątek stanowią dywidendy wypłacane akcjonariuszom indywidualnym oraz korporacyjnym greckich REIC, będące wynikiem omówionego obciążenia podatkowego na poziomie spółki. Odmiennością w tym aspekcie charakteryzują się również dochody z dywidend wypłacane akcjonariuszom korporacyjnym węgierskich SZIT, będącym rezydentami podatkowymi. Zgodnie z ogólnymi zasadami węgierskiego podatku dochodowego od osób prawnych, dochody te podlegają zwolnieniu partycypacyjnemu<sup>770</sup>. Możliwość skorzystania ze zwolnienia partycypacyjnego posiadają również osoby prawne będące portugalskimi rezydentami podatkowymi oraz posiadające akcje SIGI. Warunkiem jest w tym przypadku posiadanie przez co najmniej rok akcji reprezentujących minimum 10% kapitału zakładowego lub głosów na walnym zgromadzeniu<sup>771</sup>.

Powszechnie obowiązującą zasadą, jest także opodatkowanie zysków kapitałowych osiągniętych w wyniku sprzedaży akcji podmiotu typu REIT. Od tej reguły istnieją jednak odstępstwa. Akcjonariusze korporacyjni węgierskich SZIT będący rezydentami podatkowymi, mają możliwość skorzystania ze zwolnienia partycypacyjnego obejmującego zyski ze sprzedaży akcji SZIT, jeśli zgłoszą fakt ich nabycia właściwemu organowi podatkowemu w terminie siedemdziesięciu pięciu dni i będą w ich posiadaniu przez co najmniej rok<sup>772</sup>. Z kolei opisane zwolnienie partycypacyjne dochodów z dywidend wypłacanych korporacyjnym akcjonariuszom portugalskich SIGI będących rezydentami podatkowymi, w przypadku spełnienia wskazanych wyżej wymogów, stosuje się również do zysków ze sprzedaży akcji. Z preferencyjnych zasad opodatkowania dochodów z zysków kapitałowych mogą skorzystać akcjonariusze bułgarskich SPIC, bez względu czy są nimi osoby fizyczne czy osoby prawne. Warunkiem skorzystania ze zwolnienia jest

---

<sup>770</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes...*, s. 84.

<sup>771</sup> *Ibidem*, s. 163.

<sup>772</sup> *Ibidem*, s. 84; Od 1 stycznia 2018 r., w odniesieniu do omawianego zwolnienia, zniesiony został obowiązek posiadania minimalnego udziału kapitałowego w SZIT.

zbycie akcji na giełdzie papierów wartościowych w Unii Europejskiej, państwie należą-  
cym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego lub na uznanej giełdzie papierów warto-  
ściowych w państwie trzecim<sup>773</sup>. Akcjonariusze REIC będący rezydentami podatkowymi  
(indywidualni i korporacyjni) mogą skorzystać ze zwolnienia podatkowego od dochodów  
osiągniętych ze sprzedaży akcji nienotowanych REIC. W przypadku REIC, których akcje  
są przedmiotem obrotu na funkcjonującym w Grecji rynku zorganizowanym, ze zwolnie-  
nia mogą skorzystać wyłącznie osoby fizyczne posiadające akcje reprezentujące nie wię-  
cej niż 0,5% kapitału zakładowego. Zbycie notowanych na giełdzie akcji REIC przez  
inwestorów będących osobami prawnymi, podlega opodatkowaniu podatkiem dochodo-  
wym na zasadach ogólnych<sup>774</sup>.

Podsumowując należy stwierdzić, że pomimo odmienności w dążeniu do zapew-  
nienia transparentności podatkowej, europejskie podmioty typu REIT w przeważającej  
większości reprezentują jednolity model oparty na wyeliminowaniu obciążenia podatko-  
wego na poziomie podmiotu i opodatkowaniu dochodów osiągniętych przez inwestorów.  
Wyłom w utrwalonym podejściu wprowadza wyłącznie regulacja grecka, nie tylko rezy-  
gnując z transparentności podatkowej spółki na rzecz zwolnienia na poziomie inwesto-  
rów, ale również wprowadzając w stosunku do REIC podatek o charakterze majątkowym.

### **3.4.3. Preferencyjne zasady opodatkowania w krajowych projektach ustawodawczych**

Propozycje rozwiązań realizujących postulat transparentności podatkowej, czy też  
eliminujących zjawisko podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, pod-  
legały znaczącym zmianom w trakcie prac nad dotychczas zaprezentowanymi projek-  
tami. Projekt SRWN I w art. 11 pkt 2 lit. a, wprowadzał zmiany w art. 17 ust. 1 u.p.d.o.p.,  
poszerzając katalog obowiązujących zwolnień przedmiotowych o uzyskane przez  
SRWN:

- 1) dochody z najmu nieruchomości lub ich części, a także z odpłatnego zbycia  
nieruchomości lub ich części;

---

<sup>773</sup> *Ibidem*, s. 159

<sup>774</sup> Zgodnie z ogólną zasadą wszystkie REIC są zobowiązane do końcowego wprowadzenia swoich akcji  
do obrotu na rynku regulowanym, jednak przewidziany okres upublicznienia wynosi dwa lata od utwo-  
rzenia spółki i na wniosek spółki, za zgodą organu nadzoru, może zostać przedłużony do trzydziestu  
sześciu miesięcy.

- 2) dochody z odpłatnego zbycia udziałów (akcji) spółek zależnych w rozumieniu projektu ustawy lub akcji innych spółek rynku wynajmu nieruchomości;
- 3) przychody uzyskane z dywidend wypłaconych przez spółki zależne w rozumieniu projektu ustawy.

Zwolnienie przedmiotowe miało obejmować, także dochody spółek zależnych SRWN, uzyskiwane z najmu nieruchomości lub ich części oraz z odpłatnego zbycia nieruchomości lub ich części<sup>775</sup>. Projekt SRWN I nie przewidywał większych odstępstw od ogólnych zasad dotyczących opodatkowania inwestorów osiągających zyski z tytułu partycypacji kapitałowej. Dla akcjonariuszy będących podatnikami w podatku dochodowym od osób fizycznych, dywidenda wypłacona z zysku oraz kwoty uzyskane ze sprzedaży akcji SRWN, byłyby kwalifikowane jako przychód z kapitałów pieniężnych w rozumieniu art. 17 ust. 1 pkt 4 i 6 u.p.d.o.f.

Przysporzenia ze wskazanych wyżej tytułów, w przypadku podatników podatku dochodowego od osób prawnych zostałyby zaliczone do przychodów z zysków kapitałowych, zgodnie z przepisem art. 7b ust. 1 pkt 1 i 3 u.p.d.o.p. W odniesieniu do akcjonariuszy będących osobami prawnymi, omawiany projekt ustawy wyłączał możliwość stosowania zwolnienia określonego w art. 22 ust. 4 u.p.d.o.p., w stosunku do dywidend i innych dochodów (przychodów) z udziału w zyskach osób prawnych uzyskanych od SRWN lub ich kwalifikowanych spółek zależnych<sup>776</sup>. Zwolnienie przewidziane w art. 22 ust. 4 u.p.d.o.p. znajduje zastosowanie, jeżeli spółka uzyskująca dochody (przychody) z dywidendy oraz inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, spełnia łącznie określone warunki zwolnienia, w szczególności posiada bezpośrednio nie mniej niż 10% udziałów (akcji) w kapitale zakładowym spółki wypłacającej, nieprzerwanie przez okres dwóch lat<sup>777</sup>. W uzasadnieniu projektu ustawy wskazano, że celem wyłączenia stosowania zwolnienia miało być uniknięcie możliwości podwójnego nieopodatkowania zysków wypracowanych przez SRWN w wyniku ich dystrybucji do podmiotu powiązanego kapitałowo<sup>778</sup>.

Fakt objęcia zwolnieniem przedmiotowym jedynie enumeratywnie określonych dochodów (przychodów) osiąganych przez SRWN, świadczy o analogiczności proponowanych rozwiązań z najpowszechniejszą w państwach europejskich koncepcją

---

<sup>775</sup> Art. 11 pkt 2 lit. a projektu SRWN I.

<sup>776</sup> Art. 11 pkt 2 lit. b projektu SRWN I.

<sup>777</sup> Art. 22 ust. 4-4a u.p.d.o.p.

<sup>778</sup> Uzasadnienie projektu SRWN I, s. 8.

zapewnienia transparentności podatkowej. Zgodnie z przedstawionymi we wcześniejszej części pracy uwagami dotyczącymi zakresu działalności SRWN, przypomnieć należy, że przepisy projektu ustawy umożliwiały wykonywanie działalności wykraczającej poza określony w art. 2 ust. 3 projektu SRWN I najem nieruchomości, odpłatne zbywanie nieruchomości oraz zarządzanie udziałami lub akcjami w innych spółkach (spółkach zależnych)<sup>779</sup>. Dochody osiągane przez SRWN z innych źródeł niż te objęte zwolnieniem podlegałyby więc opodatkowaniu na zasadach ogólnych.

Wątpliwości interpretacyjne, dotyczące zakresu zwolnienia przedmiotowego były związane ze szczególną definicją nieruchomości utworzoną na potrzeby projektu ustawy, której celem było ukierunkowanie inwestycji SRWN na rynek nieruchomości komercyjnych, z wyłączeniem budynków mieszkalnych i lokali mieszkalnych. Obowiązek utrzymywania odpowiedniego poziomu aktywów i przychodów kwalifikowanych, nie wyłączał jednak możliwości inwestowania przez spółkę w inne rodzaje nieruchomości (w tym mieszkalne) w ramach dopuszczalnych limitów. Rozróżnienia dotyczące preferowanych rodzajów nieruchomości nie dokonano jednak w ramach przepisów wprowadzających zwolnienie przedmiotowe. Należy podzielić pogląd, że zgodnie z zasadami wykładni językowej przepis art. 11 pkt 2 lit. a projektu SRWN I stanowiący, iż z podatku zwolnione są dochody z najmu nieruchomości lub ich części, a także dochody ze zbycia nieruchomości lub ich części, nie odnosił się wyłącznie do określonych w art. 8 projektu SRWN I nieruchomości komercyjnych, ale wszystkich nieruchomości, które mogłyby być własnością SRWN<sup>780</sup>. Brak doprecyzowania w treści zwolnienia, że chodzi o dochody z „nieruchomości w rozumieniu przepisów ustawy o SRWN” powodowałby, że przeciwnie do zamiaru projektodawcy, preferencyjne zasady opodatkowania mające zwiększać atrakcyjność podejmowania działalności na rynku nieruchomości komercyjnych, mogłyby zostać zastosowane do nieruchomości mieszkalnych<sup>781</sup>. Z uwagi na tożsamość treści przepisu kształtującego zwolnienie przewidziane dla spółek zależnych SRWN, również ich dochody z najmu lub sprzedaży odnosiłyby się do wszystkich rodzajów nieruchomości.

Projekt SRWN II uwzględniający uwagi zgłoszone w procesie konsultacji i opiniowania, w sposób diametralny zmieniała proponowane zasady opodatkowania.

---

<sup>779</sup> Por. uwagi przedstawione na s. 193.

<sup>780</sup> M. Ruta, K. Adamczyk, *Spółka rynku wynajmu nieruchomości – ocena projektowanej konstrukcji organizacyjno-prawnej i jej wpływu na polski rynek nieruchomości komercyjnych*, „Przeгляд Prawno-Ekonomiczny” 2017, nr 38, s. 154.

<sup>781</sup> Uzasadnienie projektu SRWN I, s. 1.

Pomimo braku skierowania projektu do prac parlamentarnych, zaproponowane rozwiązania zostały w niemal tożsamej formie włączone do projektu FINN. W związku z powyższym dalsza analiza ogranicza się do założeń projektu FINN. Znamiennym jest, że projekt ten zakładał całkowicie odwrotny mechanizm zapewnienia likwidacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, niż projekt SRWN I. Podobnie, jak w przypadku przepisów dotyczących greckich REIC, zdecydowano się na pozostawienie ciężaru podatkowego na poziomie spółki, z jednoczesnym zwolnieniem dochodów osiągniętych przez akcjonariuszy.

Przepis art. 22 pkt 6 lit. a projektu FINN przewidywał odroczenie obowiązku podatkowego w odniesieniu do dochodów (przychodów) FINN uzyskanych w roku podatkowym z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych, zbycia nieruchomości mieszkalnych, zbycia udziałów (akcji) kwalifikowanych spółek zależnych oraz dywidend i innych przychodów z udziału w zyskach tych spółek, do czasu wydatkowania ich równowartości na wypłatę dywidendy na rzecz akcjonariuszy. W celu umożliwienia precyzyjnego określenia terminu i zakresu odroczenia, projekt ustawy wprowadzał szczególne zasady prowadzenia ewidencji rachunkowej. Na jej podstawie możliwie miało być wyodrębnienie z ogólnej sumy dochodów, dochodów osiągniętych ze źródeł kwalifikowanych oraz stwierdzenie w jakiej części środki wydatkowane na wypłatę dywidend i innych należności pochodzą z dochodów bezpośrednio lub pośrednio uzyskanych przez FINN z tytułu najmu nieruchomości<sup>782</sup>. Projekt ustawy definiował, że za uzyskane przez FINN dochody (przychody) pośrednie z tytułu najmu nieruchomości uważa się dochody z dywidend oraz inne przychody z udziału w zyskach kwalifikowanych spółek zależnych, proporcjonalnie w części, w jakiej w roku podatkowym poprzedzającym rok, w którym dywidenda została wypłacona, osiągnięte przez spółkę zależną przychody z najmu nieruchomości mieszkalnych pozostawały do ogólnej kwoty przychodów uzyskanych przez tę spółkę<sup>783</sup>. Przepis ten miał zapewnić możliwość późniejszego stwierdzenia, jaka część dywidend wypłacanych przez spółki zależne pochodzi z zysku wypracowanego w wyniku najmu nieruchomości, a jaka z innych źródeł np. ze zbycia aktywów spółki.

Zwolnieniu przedmiotowemu miały podlegać z kolei dochody spółek zależnych FINN, uzyskane z tytułu najmu lub zbycia nieruchomości mieszkalnych, jednak pod warunkiem ich wypłaty w formie dywidendy na rzecz FINN nie później niż w terminie dziewięciu miesięcy od zakończenia roku podatkowego. Alternatywnym rozwiązaniem,

---

<sup>782</sup> Art. 22 pkt 6 lit. c projektu FINN.

<sup>783</sup> *Ibidem*.

umożliwiającym skorzystanie ze zwolnienia było wydatkowanie dochodów na zakup nowych nieruchomości mieszkalnych, nie później niż do upływu dwudziestu czterech miesięcy od zakończenia roku podatkowego, w którym zostały uzyskane<sup>784</sup>. Zwolnienie na poziomie kwalifikowanej spółki zależnej było nakierowane na likwidację dodatkowego poziomu opodatkowania, w przypadku podmiotu silnie powiązanego kapitałowo z FINN<sup>785</sup>.

Dochody (przychody) osiągnięte przez FINN, w przypadku braku dalszej możliwości odroczenia wynikającego z ustawowego obowiązku wypłaty dywidendy, nie podlegały jednak opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych na zasadach ogólnych. Istotnym odstępstwem zawartym w projekcie FINN było wyłączenie możliwości uwzględniania w kosztach uzyskania przychodów odpisów amortyzacyjnych dokonywanych od wartości początkowej wynajmowanych nieruchomości mieszkalnych<sup>786</sup>. Oczywistą implikacją zakazu stosowania odpisów amortyzacyjnych w stosunku do przedsiębiorcy działającego na rynku nieruchomości był wzrost podstawy opodatkowania, a w konsekwencji wymiaru podatku. Sposobem na zachowanie efektywnego obciążenia podatkowego FINN na poziomie zbliżonym do podatników opodatkowanych na zasadach ogólnych, była propozycja wprowadzenia nowej stawki w podatku dochodowym od osób prawnych wynoszącej 8,5%<sup>787</sup>. Opodatkowaniu z jej zastosowaniem podlegałyby dochody uzyskane bezpośrednio lub pośrednio z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych. Nawiązując do zaprezentowanego podziału na przychody bezpośrednio i pośrednio uzyskiwane z tytułu najmu nieruchomości, jasna staje się konkluzja, że preferencyjna stawka 8,5% miała odnosić się wyłącznie do dochodów z najmu. W związku z powyższym, dochody ze zbycia nieruchomości, bez względu czy osiągnięte bezpośrednio przez FINN czy za pośrednictwem spółki zależnej, podlegałyby opodatkowaniu na zasadach ogólnych.

Wyrazem zmiany koncepcji projektodawcy w zakresie preferowanego segmentu rynku nieruchomości, w który inwestować miały FINN, stało się także doprecyzowanie definicji nieruchomości mieszkalnych dla celów podatkowych. Przepisy przewidujące zmiany w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych posługiwały się precyzyjnie określeniem „nieruchomości mieszkalne”, a nie tak jak w przypadku projektu SRWN

---

<sup>784</sup> Art. 22 pkt. 6 lit. a projektu FINN.

<sup>785</sup> Zgodnie z przepisem art. 4 ust. 1 pkt 2 projektu FINN, spółką zależną w rozumieniu ustawy miała być spółka, w której FINN posiada udział kapitałowy wynoszący minimum 95%.

<sup>786</sup> Art. 22 pkt. 4 projektu FINN.

<sup>787</sup> Art. 22 pkt. 7 projektu FINN; Uzasadnienie projektu FINN, s. 3.

I oraz projektu SRWN II, wyłącznie pojęciem „nieruchomości”. Projekt zakładał dodanie do katalogu definicji ustawowych zawartych w art. 4a u.p.d.o.p., definicji „nieruchomości mieszkalnej” w rozumieniu projektu FINN. Był to wyraz uszczelnienia przepisów podatkowych dotyczących FINN i ich spółek zależnych, które nie miałyby możliwości korzystania z preferencyjnych zasad opodatkowania w stosunku do przychodów osiągniętych z innych kategorii nieruchomości, np. nieruchomości komercyjnych.

Pozytywnie należy ocenić zwartą w projekcie propozycję zwolnienia z podatku od przychodów z tytułu własności środka trwałego, przychodów z budynków będących budynkami mieszkalnymi oddanymi do używania na podstawie umowy najmu przez FINN oraz ich kwalifikowane spółki zależne<sup>788</sup>. Samo wyłączenie możliwości uwzględnienia w kosztach uzyskania przychodu odpisów amortyzacyjnych od środka trwałego nie skutkowało bowiem zaniechaniem poboru tego podatku. Jak słusznie wskazywano w uwagach do projektu ustawy, pozostawienie obowiązku zapłaty podatku z tytułu własności środka trwałego, bez możliwości uwzględnienia w kosztach podatkowych odpisów amortyzacyjnych w przypadku spółki, której istota opiera się na udostępnianiu nieruchomości na wynajem prowadziłoby do znacznego obniżenia jej atrakcyjności inwestycyjnej<sup>789</sup>. W przypadku implementacji modelu REIT do krajowego porządku prawnego, wprowadzenie takiego zwolnienia powodowałoby znaczną przewagę w stosunku do FIZ inwestujących na rynku nieruchomości, które nie są objęte zwolnieniem przedmiotowym w zakresie podatku z tytułu własności środka trwałego.

Założenia projektu FINN odchodziły od powszechnego w Europie modelu, zapewniającego transparentność podatkową, stawiając na zapewnienie likwidacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym poprzez wprowadzenie odpowiednich zwolnień podatkowych na poziomie akcjonariuszy. Projekt zakładał dodanie nowej jednostki redakcyjnej do art. 22 u.p.d.o.p., wprowadzającej zwolnienie z podatku dochodowego dochodów (przychodów) z dywidend oraz innych przychodów z tytułu udziału w zyskach FINN. Odpowiednikiem tej zmiany odnoszącej się do osób fizycznych miało być poszerzenie katalogu zwolnień przedmiotowych, zawartego w przepisie art. 21 ust. 1 u.p.d.o.f. Projekt zarówno na poziomie akcjonariuszy instytucjonalnych, jak i indywidualnych nie przewidywał zwolnienia z podatku dochodów (przychodów) osiągniętych w wyniku zbycia akcji w spółce FINN. Chociaż zgodnie z informacjami przedstawionymi w Tabeli nr 7., zyski kapitałowe ze sprzedaży akcji podmiotów typu REIT w większości

---

<sup>788</sup> Art. 22 pkt. 9 projektu FINN.

<sup>789</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 7.

przypadków podlegają standardowemu opodatkowaniu, istnieją regulacje, w których zwolnienia przedmiotowe na poziomie inwestorów obejmują również tego rodzaju zyski. Zasadność wprowadzenia dodatkowych zwolnień w tym zakresie podnoszono podczas prac nad projektem FINN uzasadniając, że preferencje podatkowe na poziomie wyjścia z inwestycji poprzez zbycie akcji stanowiłyby dodatkową zachętę dla inwestorów indywidualnych<sup>790</sup>. Jako argument wskazywano, że w przypadku bezpośredniej inwestycji w nieruchomości na wynajem, osoba fizyczna zbywająca ją po upływie pięciu lat od nabycia nie jest zobowiązana do zapłaty podatku od uzyskanego w ten sposób dochodu<sup>791</sup>. Podmiot działający w modelu REIT, którego założeniem jest możliwość pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości na wynajem, nie powinien więc w tym zakresie być mniej korzystny dla inwestorów indywidualnych niż inwestowanie w nieruchomości na wynajem na własną rękę.

Jedną z podstawowych przyczyn zmiany koncepcji opodatkowania krajowego odpowiednika podmiotów typu REIT, były wątpliwości dotyczące zgodności wprowadzanych preferencji podatkowych z przepisami unijnymi ograniczającymi dopuszczalny zakres pomocy publicznej państwa, udzielanej podmiotom prowadzącym działalność gospodarczą. Pierwsze tego typu uwagi pojawiły się już na etapie prac nad projektem SRWN I<sup>792</sup>. Nawiązując do przedstawionych w rozdziale drugim uwag dotyczący sposobów oddziaływania państwa na gospodarkę i funkcji administracji gospodarczej, należy wspomnieć o wyróżnianej przez K. Strzyczkowskiego funkcji wspierania gospodarki<sup>793</sup>. Istotę tej funkcji można sprowadzić do interwencjonizmu pozytywnego, nakierowanego na wywołanie oczekiwanych przez państwo zachowań przedsiębiorców, pożądaných z punktu widzenia interesu publicznego<sup>794</sup>. W praktyce wspieranie gospodarki wiąże się z udzielaniem przez państwo szeroko rozumianych korzyści na rzecz wybranych przedsiębiorców lub sektorów gospodarki<sup>795</sup>. Zdaniem A. Borkowskiego pomoc ta ma w większości przypadków charakter selektywny, mogący powodować uprzywilejowanie indywidualnie lub zbiorczo wyróżnionych podmiotów gospodarczych<sup>796</sup>.

---

<sup>790</sup> *Ibidem*, s. 5.

<sup>791</sup> *Ibidem*, s. 5.

<sup>792</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 48.

<sup>793</sup> K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 198.

<sup>794</sup> *Ibidem*, s. 198.

<sup>795</sup> A. Borkowski, *Pomoc publiczna jako funkcja państwa wobec społecznej gospodarki rynkowej*, „Przełęcz Prawa i Administracji” 2015, nr 103, s. 16.

<sup>796</sup> *Ibidem*, s. 16.

Z uwagi na możliwość arbitralnego faworyzowania przez państwo wybranych przedsiębiorców, zagadnienie dopuszczalnej pomocy publicznej jest przedmiotem regulacji na gruncie pierwotnego i wtórnego prawa unijnego, skupionego na ochronie konkurencji na rynku wewnętrznym. Zgodnie z art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, wszelka pomoc przyznawana przez państwa członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiegokolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi<sup>797</sup>. Jako podstawowe przesłanki warunkujące możliwość zakwalifikowanie udzielonej przez państwo pomocy jako pomocy publicznej niezgodnej z normami traktatowymi wyróżnia się więc<sup>798</sup>:

- 1) skutek w postaci osiągnięcia korzyści ekonomicznych na warunkach korzystniejszych niż rynkowe;
- 2) udzielenie pomocy z zasobów publicznych;
- 3) selektywność pomocy, czyli uprzywilejowanie określonych przedsiębiorców;
- 4) możliwość zakłócenia konkurencji rynkowej;
- 5) możliwość wpływu na wymianę handlową między państwami członkowskimi.

Preferencyjne zasady opodatkowania stosowane wobec podmiotów typu REIT, kwalifikowane jako pomoc pośrednia, związana z rezygnacją państwa z poboru należnych danin publicznych, mogły więc być uznane za potencjalnie sprzeczne z ogólnym zakazem wyrażonym w art. 107 ust. 1 TFUE<sup>799</sup>. Wprowadzenie zwolnienia przedmiotowego bądź innej formy gwarantującej transparentność podatkową, dawało podstawy do obaw o naruszenie zasad konkurencji i wpływ na wymianę handlową, biorąc pod uwagę mnogość innych przedsiębiorców funkcjonujących na rynku nieruchomości<sup>800</sup>.

W przypadku pomocy publicznej opartej na stosowaniu mechanizmów podatkowych, szczególnym zasadom podlega ocena występowania przesłanki selektywności. Zgodnie z wyrokiem z dnia 8 września 2011 r. w sprawie *Paint Graphos i in.*, dotyczącym

---

<sup>797</sup> Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. U. UE. C. z 2016 nr 202 z późn. zm.)

<sup>798</sup> M. Koźuch, *Prawne i finansowe ujęcie pomocy publicznej*, [w:] *Pomoc publiczna. Doświadczenia wybranych sektorów gospodarki*, red. M. Koźuch, Kraków 2017, s. 15; A. Jankowska, M. Marek, *Dopuszczalność pomocy publicznej. Uregulowania wspólnotowe i krajowe*, Warszawa 2009, s. 11 i nast.

<sup>799</sup> P. Budny, *Preferencje podatkowe związane z działalnością REIT-ów a pomoc państwa w rozumieniu prawa Unii Europejskiej – analiza regulacji podatkowych proponowanych w przypadku polskich FINN-ów i SINN-ów*, „Przegląd Podatkowy” 2024, nr 9, s. 25 i nast.

<sup>800</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 48.

zwolnienia z podatku dochodowego spółdzielni dystrybuującej pomiędzy uczestników całość wypracowanych zysków, Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) stwierdził, że do uznania środka podatkowego za selektywny konieczne jest określenie jako punktu odniesienia powszechnych zasad opodatkowania obowiązujących w państwie członkowskim<sup>801</sup>. Następnie badaniu podlega czy zastosowany środek podatkowy różnicuje sytuację podmiotów gospodarczych znajdujących się w porównywalnej sytuacji faktycznej i prawnej oraz czy wprowadzone zróżnicowanie znajduje uzasadnienie w ogólnej strukturze systemu podatkowego<sup>802</sup>. W rozpatrywanym przez TSUE stanie faktycznym, funkcjonujące spółdzielnie produkcyjne i spółdzielnie pracy, z uwagi na zasady organizacji oraz nakierowanie działalności na osiągnięcie wzajemnego zysku przez ich członków, wykazywały znaczące odmienności w stosunku do spółek komercyjnych. Brak występowania porównywalnej sytuacji faktycznej determinował możliwości wprowadzenia środków podatkowych gwarantujących transparentność podatkową spółdzielni, jako niestanowiących w danych okolicznościach niedozwolonej pomocy publicznej.

Analiza dopuszczalności pomocy publicznej w postaci zwolnienia podatkowego w podatku dochodowym od osób prawnych, odnosząca się bezpośrednio do podmiotów typu REIT została dokonana w przypadku FIN-REIT. Fiński prawodawca przed przystąpieniem do uchwalenia przepisów implementujących rozwiązania bazujące na modelu REIT, skorzystał z przewidzianej w art. 108 ust. 3 TFUE instytucji notyfikowania Komisji Europejskiej planowanych zmian, w celu uzyskania stanowiska co do ich zgodności z przepisami unijnymi dotyczącymi dopuszczalnej pomocy publicznej<sup>803</sup>. Komisja zatwierdziła projektowane przez fińskiego ustawodawcę zwolnienie w podatku dochodowym od osób prawnych spółek FIN-REIT wskazując, że program zmian nie stanowi pomocy publicznej<sup>804</sup>. Podstawą wydania decyzji było wynikające z treści przepisów zapewnienie, że znacząca większość zysków osiągniętych przez spółkę będzie podlegać opodatkowaniu na poziomie inwestorów, w sposób zbliżony do opodatkowania bezpośrednich inwestycji w nieruchomości, podejmowanych przez inwestorów indywidualnych osobiście lub za pośrednictwem innych transparentnych podatkowo podmiotów<sup>805</sup>. W swoim stanowisku Komisja sprzeciwiła się jednak przepisom umożliwiającym

---

<sup>801</sup> Wyrok TSUE z dnia 8 września 2011 r. w połączonych sprawach C-78/08, C-80/08, Legalis nr 364650.

<sup>802</sup> *Ibidem*.

<sup>803</sup> P. Budny, *Preferencje podatkowe...*, s. 27.

<sup>804</sup> European Commission, *State Aid No. N131/2009 – Finland Residential Real Estate Investment Trust (REIT) Scheme*, ([bit.ly/4q1vSDO](http://bit.ly/4q1vSDO)), s. 11, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>805</sup> *Ibidem*, s. 3.

tworzenie przez FIN-REIT nieopodatkowanych rezerw reinwestycyjnych, których źródłem finansowania miało być do 30% rocznych zysków spółki. Reakcją na tę uwagę było wycofanie proponowanego przepisu z końcowej wersji aktu. Istotnym faktem było podkreślenie, że inne funkcjonujące na rynku spółki niebędące transparentne podatkowo nie znajdują się w porównywalnej sytuacji do FIN-REIT, gdyż nie podlegają obwarowaniom dotyczącym struktury aktywów i przychodów<sup>806</sup>. Z punktu widzenia opisanej cechy selektywności, którą musi charakteryzować się niedozwolona pomoc publiczna, nieuprawnione byłoby przyjęcie, że podmioty te znajdują się w porównywalnej sytuacji faktycznej i prawnej.

W świetle przedstawionych uwag odnoszących się do regulacji fińskiej, można zaryzykować twierdzenie, że reakcja krajowego projektodawcy nie była adekwatna w stosunku do potencjalnych problemów mogących wystąpić na gruncie zgodności proponowanych rozwiązań z prawem unijnym. Opisane stanowisko Komisji Europejskiej dotyczące FIN-REIT, nie sprowadza się do ogólnej niemożności objęcia podmiotów typu REIT zwolnieniem podatkowym. Każda tego rodzaju regulacja powinna z oczywistych względów być oceniana w perspektywie danego systemu podatkowego, jednak bazując na doświadczeniach innych państw członkowskich, dotychczas nie wystąpiła sytuacja, w której Komisja Europejska podjęła kroki w oparciu o art. 108 ust. 2 TFUE, zmierzające do zniesienia lub zmiany przyjętych rozwiązań podatkowych odnoszących się do podmiotów działających w modelu REIT. Wydaje się, że krajowy projektodawca nie musiał podejmować działań tak radykalnych, jak odejście od utartej praktyki zakładającej transparentność podatkową na poziomie podmiotu typu REIT i pełne opodatkowanie na poziomie inwestorów. Nawet konieczność dostosowania szczegółowych kwestii związanych z ryzykiem częściowego nieopodatkowania posiadanych rezerw, jak to miało miejsce w przypadku FIN-REIT, byłaby rozwiązaniem bardziej racjonalnym, niż przyjmowanie odmiennej koncepcji podatkowej, obowiązującej obecnie wyłącznie w odniesieniu do greckich REIC.

Innym argumentem uzasadniającym w opinii projektodawcy odejście od wprowadzenia zwolnienia podatkowego na poziomie FINN, było ryzyko wystąpienia zjawiska podwójnego nieopodatkowania, wskutek zastosowania przepisów dyrektywy 2011/96/UE<sup>807</sup>. Dyrektywa dywidendowa obliguje państwa członkowskie do

---

<sup>806</sup> P. Budny, *Preferencje podatkowe...*, s. 29.

<sup>807</sup> Dyrektywa Rady 2011/96/UE z dnia 30 listopada 2011 r. w sprawie wspólnego systemu opodatkowania mającego zastosowanie w przypadku spółek dominujących i spółek zależnych różnych państwa

wprowadzenia rozwiązań polegających na zwolnieniu z opodatkowania dywidendy wypłacanej spółce, która posiada w spółce wypłacającej udziały (akcje) stanowiące 10% kapitału zakładowego przez minimum dwa lata. Wyrazem realizacji tego obowiązku na gruncie krajowego podatku dochodowego od osób prawnych jest art. 22 ust. 4 u.p.d.o.p. Projekt SRWN I zakładał wyłączenie stosowania tego przepisu, z uwagi na możliwość wystąpienia podwójnego nieopodatkowania, w przypadku niektórych akcjonariuszy będących osobami prawnymi. W trakcie konsultacji projektu SRWN I wskazywano na potencjalną sprzeczność wyłączenia stosowania tego przepisu z założeniami dyrektywy dywidendowej<sup>808</sup>.

Zmiana koncepcji opodatkowania zaproponowana w projekcie FINN zapewniała opodatkowanie zysku na poziomie spółki, nie różnicując skutków podatkowych w zakresie opodatkowania dochodów z dywidend wypłacanych przez FINN. Zarówno osoby fizyczne, jak i osoby prawne podlegałyby pełnemu zwolnieniu przedmiotowemu obejmującemu dochody z dywidend wypłacanych przez FINN, bez względu na poziom zaangażowania kapitałowego. Ponownie należy zauważyć, że cel ten mógł zostać osiągnięty znacznie prostszymi środkami, niż całkowita zmiana koncepcji przywilejów podatkowych. Stosunkowo powszechnym rozwiązaniem, zgodnym z ogólnym założeniem modelu REIT oraz nakierowanym na aktywizację inwestorów indywidualnych, jest ustawowe ograniczenie maksymalnego zaangażowania kapitałowego pojedynczego inwestora w ramach podmiotu typu REIT. Normy wprowadzające maksymalne limity posiadanych akcji będą przedmiotem analizy w kolejnym rozdziale. W ramach przykładu wystarczającym będzie wskazanie, że pojedynczy akcjonariusz nie może posiadać akcji reprezentujących więcej niż 10% kapitału zakładowego lub głosów na walnym zgromadzeniu, w państwach takich, jak m.in. Niemcy, Finlandia czy Wielka Brytania. Wprowadzenie tożsamego ograniczenia w ramach proponowanych przepisów krajowych, nie tylko wpisywałoby się w ogólne założenia ustawodawcy związane z pobudzeniem zaangażowania inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym, ale rozwiązałoby opisany problem ewentualnego podwójnego nieopodatkowania powiązanych kapitałowo spółek. Umożliwiłoby to powrót do sprawdzonych metod opodatkowania podmiotów typu REIT, bez ryzyka naruszenia wymogów dyrektywy dywidendowej.

---

członkowskich (przekształcenie), (Dz. U. UE. L. z 2011 r. nr. 345, s. 8 z późn. zm.), dalej jako: dyrektywa dywidendowa.

<sup>808</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 55.

### 3.10. Uwagi końcowe

Główna refleksja wynikająca z przeprowadzonych w rozdziale rozważań, sprowadza się do stwierdzenia, że pomimo generalnej prozaiczności cech obligatoryjnych charakteryzujących model REIT, ich ujęcie normatywne nastręcza wielu problemów, które następnie mogą być brzemiennie w skutkach. Idea powiązania przedmiotu działalności z rynkiem nieruchomości wymaga od prawodawcy dogłębnego zrozumienia wielu aspektów praktycznych oraz specyfiki tego rynku. Z pola widzenia nie należy tracić faktu, że podstawowym celem podmiotów typu REIT, jest inwestowanie w rynek nieruchomości środków akcjonariuszy oraz zapewnienie im odpowiedniego udziału w zysku. Negatywnie należy zatem ocenić podporządkowywanie ich roli w pierwszej kolejności celom wykraczającym poza cel inwestycyjny. Szczególnie jaskrawym przykładem takiego działania jest zaproponowane w projekcie FINN ukierunkowanie działalności, niemal bez wyjątków, do rynku nieruchomości mieszkalnych. Bazując na doświadczeniu innych państw można zaryzykować stwierdzenie, że zawężenie dopuszczalnych przedmiotów lokat wyłącznie do wąskiego segmentu rynku nieruchomości jest działaniem szkodliwym. Obecnie regulacje zbliżone do tych zaproponowanych w projekcie FINN obowiązują jedynie w Finlandii, gdzie sektor ten ma marginalne znaczenie rynkowe.

Sztuczne zmniejszanie potencjału inwestycyjnego poprzez wprowadzanie ograniczeń w postaci określonego poziomu preferowanych aktywów lub dochodów, może utrudniać pożądaną z punktu widzenia właściwych zasad gospodarowania dywersyfikację. Powyższe mogło zagrozić nie tylko realizacji przyświecającego projektodawcom założenia o pobudzeniu rynku nieruchomości mieszkalnych na wynajem, ale także samej atrakcyjności krajowego podmiotu typu REIT, jako wehikułu inwestycyjnego. Aprobując koncepcję ukierunkowania działalności na rynek nieruchomości nie w sposób restrykcyjny, ale poprzez określenie głównego (dominującego) przedmiotu działalności, należy zaproponować odejście od ścisłego powiązania z rynkiem nieruchomości mieszkalnych i zwiększenie możliwości inwestowania przez przyszłe krajowe podmioty typu REIT również w nieruchomości komercyjne. W ramach realizacji pośredniego celu w zakresie oddziaływania na rynek nieruchomości mieszkalnych na wynajem, można zaakceptować wprowadzenie wymogu procentowego udziału tego rodzaju nieruchomości w ogólnej wartości aktywów spółki, jednak na znacząco niższym poziomie, umożliwiającym większą swobodę decyzyjną w zakresie dywersyfikacji rodzajowej.

Postulowane realizowanie przez implementowany do krajowego porządku prawnego model REIT funkcji innych niż czysto inwestycyjne, musi być powiązane z zapewnieniem rozwiązań prawnych umożliwiających występowanie tych podmiotów w warunkach rynkowych nie tylko jako kreatorów popytu. Szczególne znaczenie ma w tym przypadku właściwe określenie katalogu aktywów kwalifikowanych, pozwalających na budowanie posiadanego majątku nie tylko poprzez zakup już istniejących nieruchomości, ale także poprzez bezpośrednie inwestycje i uczestniczenie w procesie budowlanym jako inwestor. Blokadą dla takich działań byłoby bez wątpienia wyłączenie poza listę aktywów kwalifikowanych gruntów niezabudowanych, gdyż spółka w obawie przed utratą szczególnego statusu podatkowego nie mogłaby swobodnie rozbudowywać bazy pod przyszłe inwestycje. Szersze otwarcie na możliwość nabywania gruntów, połączone z regulacjami zakładającym obowiązek rozpoczęcia procesu inwestycyjnego w odpowiednim czasie oraz koniecznością wynajmowania wybudowanych powierzchni (mieszkalnych oraz komercyjnych) przez oznaczony okres, niwelowałyby konieczność nabywania nieruchomości na rynku. Wymóg temporalnego wykorzystywania wybudowanych nieruchomości dla celów prowadzonej działalności głównej, nie powodowałby również nieuczciwej konkurencji pomiędzy traktowanymi preferencyjnie spółkami działającymi w modelu REIT, a niekorzystającymi z tego rodzaju zwolnień przedsiębiorcami z branży deweloperskiej.

Odnosząc się do obowiązkowej wypłaty zysku charakteryzującej podmioty typu REIT, główną oś problemu stanowi wprowadzenie norm zapewniających oczekiwany przez akcjonariuszy transfer dywidendy, nie naruszający jednocześnie stabilności finansowej samej osoby prawnej oraz zabezpieczający konieczne środki rozwojowe. Porównywane rozwiązania w zakresie poziomu obowiązkowej dystrybucji zysku z działalności operacyjnej, charakteryzuje względna jednolitość. Pojawiające się różnice dotyczą przede wszystkim określenia dokładnej wartości procentowej tego obowiązku oraz odmiennego poziomu obowiązkowej wypłaty w odniesieniu do zysków pochodzących z tytułu partycypacji kapitałowej w innych osobach prawnych (w szczególności spółkach zależnych).

Diametralnie inaczej sytuacja zarysowuje się w przypadku obowiązku wypłaty zysku pochodzącego ze zbycia aktywów spółki. Zdaniem autora na aprobatę zasługują w tym przypadku rozwiązania zakładające konieczność wypłaty takich środków w przypadku braku ich reinwestowania w wyznaczonym okresie. Zaproponowane w projekcie FINN rozwiązanie, pozwalające walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy wyłączyć od obowiązku rozdysponowania, na maksymalny okres dwudziestu czterech miesięcy, kwoty uzyskane ze sprzedaży aktywów w celu ich wydatkowania na nabycie innych

nieruchomości, należy uznać za kompromisowe. Pozwala to pozostawić w spółce konieczny kapitał inwestycyjny, przy jednoczesnym zapewnieniu odroczonej wypłaty środków na rzecz akcjonariuszy w przypadku ich niewydatkowania.

Ryzyko nadmiernego akumulowania zysku, wynikające z braku szczegółowych rozwiązań dotyczących maksymalnego poziomu kapitałów rezerwowych wyłączonych z obowiązku dystrybucyjnego, w świetle przedstawionych rozważań, powinno zostać dodatkowo zminimalizowane. Wprowadzenie ustawowej relacji kapitałów rezerwowych w stosunku do kapitału zakładowego, tak jak ma to miejsce w przypadku portugalskich SIGI i hiszpańskich SOCIM, stanowiłoby dodatkowe zabezpieczenie akcjonariuszy przed wypaczeniem idei zakładającej stały transfer finansowy wypracowanych środków.

Obowiązkowa wypłata wypracowanego zysku i działanie jako podmiot transferowy, jest nieodzownie związane z inną cechą charakteryzującą model REIT, polegającą na eliminacji zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym. Jak zaprezentowano w rozdziale, likwidacja podwójnego opodatkowania pozwala uznać podmioty typu REIT za struktury zapewniające transparentność podatkową. Zestawienie obowiązujących w Europie rozwiązań prawnych realizujących ten postulat, pozwala na wyróżnienie trzech podstawowych metod. Zwolnienia podmiotowego, zwolnienia przedmiotowego oraz preferencyjnej stawki podatkowej 0%.

Przenosząc powyższe na grunt krajowych przepisów prawa podatkowego, zapewnienie realizacji tego postulatu, każdorazowo będzie odbywać się przez wprowadzenie odpowiedniej ulgi podatkowej. Zgodnie z definicją przedstawioną w art. 3 pkt 6 Ordynacji podatkowej, ulgi podatkowe stanowią przewidziane w przepisach prawa podatkowego zwolnienia, odliczenia, obniżki oraz zmniejszenia, których zastosowanie powoduje obniżenie podstawy opodatkowania lub wysokości podatku. Negatywnie należy ocenić jednak dążenie krajowego projektodawcy do zapewnienia eliminacji podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, nie poprzez odpowiednie ulgi na poziomie spółki, czyniące z niej podmiot transparentny podatkowo, ale poprzez zwolnienie przedmiotowe zysków osiąganych na poziomie inwestorów. Rozwiązanie takie stoi w opozycji do metod powszechnie przyjętych w prawodawstwie innych państw europejskich. W świetle przedstawionych uwag, argumenty dotyczące możliwego zakwalifikowania zastosowania zwolnienia podatkowego na poziomie krajowego podmiotu typu REIT jako niedopuszczalnej pomocy publicznej wydają się niewystarczające. Wynika to przede wszystkim z przeanalizowanego przykładu fińskich FIN-REIT oraz braku negowania przez Komisję

Europejską przepisów podatkowych odnoszących się do podmiotów typu REIT na terenie Unii Europejskiej.

## **Rozdział IV. Wybrane cechy fakultatywne związane z działalnością podmiotów typu real estate investment trust**

### **4.1. Uwagi wstępne**

Rozważania przedstawione w rozdziale czwartym, stanowią merytoryczne rozwinięcie uwag dotyczących cech o charakterze fakultatywnym, powiązanych z funkcjonowaniem podmiotów typu REIT, jednak nie przesądzających o ich przynależności do przedstawionego w pracy modelu ogólnego. Jak wskazano w rozdziale pierwszym, nie jest możliwe stworzenie enumeratywnego katalogu tych cech, jednak powszechności ich występowania w ustawodawstwach państw europejskich pozwala na wyodrębnienie najbardziej znaczących regulacji, stanowiących ich normatywny wyraz. Kluczem przyjętym przy wyborze zagadnień analizowanych w tej części pracy, poza powszechnością obowiązywania, jest także ich doniosłość dla funkcjonowania podmiotów typu REIT jako przedsiębiorców oraz istnienie porównywalnych wymogów w ramach krajowych projektów ustawodawczych zakładających implementację tego modelu.

Pierwszy podrozdział skupia się na normach przewidujących obowiązek dopuszczenia akcji podmiotów typu REIT do publicznego obrotu. Poruszona w nim problematyka oscyluje wokół podstaw wprowadzenia tego wymogu, potencjalnych pozytywnych oraz negatywnych skutków jakie są związane z posiadaniem przez daną spółkę statusu spółki publicznej oraz odmienności występujących w tym zakresie w odniesieniu do europejskich podmiotów typu REIT. Brak jednorodności tego obowiązku, chociażby w zakresie preferowanych rynków obrotu oraz przewidzianego terminu dokonania pierwszej oferty publicznej akcji, pozwolił na dokonanie klasyfikacji rozwiązań występujących w poszczególnych państwach. Klasyfikacja ta, umożliwi dokonanie porównania z kierunkiem przyjętym w tym zakresie przez krajowego projektodawcę.

Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu oraz będące przedmiotem analizy w drugim podrozdziale, szczególne wymogi dotyczące pożądanej struktury własnościowej, wspólnie dotyczą problematyki zapewnienia odpowiedniego dostępu do inwestowania za pośrednictwem podmiotów typu REIT. Ideą leżącą u podstawy wskazanych regulacji, jest bowiem umożliwienie skorzystania z przewidzianych w ramach tego modelu preferencji podatkowych mniejszym akcjonariuszom oraz wyeliminowanie ryzyka związanego z wykorzystywaniem podmiotów typu REIT wyłącznie dla celów

optymalizacji podatkowej. W drugim podrozdziale dokonano przeglądu wymogów zakładających odpowiednie rozproszenie struktury własnościowej, w celu wykazania w jaki sposób ów postulat jest realizowany w ramach innych regulacji. W szczególności, skupiono się na metodach wykraczających poza konieczność utrzymywania odpowiedniego poziomu akcji w wolnym obrocie, wynikającą z obowiązku dopuszczenia akcji do publicznego obrotu.

Ostatnia część rozdziału została poświęcona ograniczeniom maksymalnego poziomu finansowania dłużnego, mającym gwarantować odpowiedzialną gospodarkę finansową podmiotów typu REIT, przez limitowanie wykorzystywania kapitału obcego. W podrozdziale wskazano obowiązujące w państwach europejskich limity dopuszczalnego zadłużania się tych podmiotów oraz funkcjonujące metody wyliczania przyjętego współczynnika.

## **4.2. Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu**

Jedną z wyróżnionych na początku pracy cech fakultatywnych związanych z działalnością podmiotów typu REIT, jest ustawowy obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu. Już na wstępie należy zaznaczyć, że pomimo, iż cecha ta nie została uznana za obligatoryjny wyznacznik modelu REIT, odgrywa ona istotne znaczenie w europejskim prawodawstwie regulującym działalność tego typu podmiotów. Świadczy o tym fakt, że przepisy wymagające dopuszczenia akcji do publicznego obrotu funkcjonują w dwunastu spośród trzynastu państw, w których działają podmioty typu REIT. Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu nie jest elementem oryginalnej regulacji amerykańskiej. Decyzja o „wejściu na giełdę” każdorazowo należy do kadry zarządczej, kierującej się analizą korzyści i ograniczeń wynikających z dokonania oferty publicznej akcji. Bez wątplenia podejście takie daje dużą elastyczność i możliwość dostosowywania strategii działalności do panujących w danym momencie warunków rynkowych. Dopuszczenie akcji do publicznego obrotu lub możliwość ich wycofania bez ryzyka utraty preferencyjnego statusu podatkowego, np. w sytuacji zmiany korzystności pozyskiwania kapitału poprzez upublicznienie spółki, jest więc znaczącym uprawnieniem pozostawionym do swobodnej dyspozycji zarządu spółki<sup>809</sup>. Z drugiej strony, fakt notowania akcji podmiotów typu REIT na giełdzie stanowi istotne źródło

---

<sup>809</sup> P. Eichholtz, N. Kok, *The EU REIT...*, s. 41 i n.

informacji dla potencjalnych inwestorów oraz ułatwia proces dokonywania wyceny posiadanych przez ten podmiot aktywów<sup>810</sup>

W związku z powszechnie przyjętym w prawodawstwie państw europejskich założeniem, podmioty typu REIT muszą posiadać status spółki publicznej. Zgodnie z definicją zawartą w przepisie art. 4 pkt 20 u.o.p.s.p., spółką publiczną jest spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Spółka publiczna jest więc modyfikacją „klasycznej” niepublicznej spółki akcyjnej (bądź innych spółek mogących dokonywać emisji akcji np. spółki komandytowo-akcyjnej lub prostej spółki akcyjnej)<sup>811</sup>. *Ratio legis* wprowadzenia szczególnych wymogów odnoszących się do spółek publicznych i poszerzających ich obowiązki w odniesieniu do obowiązków klasycznych spółek, jest ochrona inwestorów oraz usprawnienie działalności spółek charakteryzujących się znacznym rozproszeniem akcjonariatu<sup>812</sup>. Jak wskazuje M. Glicz, wykształcenie się spółki publicznej było wynikiem odpowiedzi ustawodawcy na potrzebę dostosowania modelowej spółki akcyjnej do reguł rynkowego obrotu jej akcjami<sup>813</sup>.

Jak wcześniej wskazano, dopuszczenie akcji do publicznego obrotu wiąże się dla spółki zarówno z korzyściami, jak i pewnymi obciążeniami. Pozytywami są w tym przypadku bezpośrednio profity wynikające z dokonania publicznej oferty akcji oraz okoliczności pośrednio wpływające na postrzeganie spółki. Zgodnie z art. 2 lit d rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r., oferta publiczna papierów wartościowych jest komunikatem skierowanym do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiającym informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o ich nabyciu lub subskrybowaniu<sup>814</sup>. Skierowanie oferty nabycia akcji do szerokiego grona odbiorców oraz dalszy obrót nimi na rynku giełdowym, w sposób bezpośredni wpływa na jej dokapitalizowanie, ogólny wzrost pozycji finansowej, a także zwiększa płynność i umożliwia bieżącą wycenę wartości

---

<sup>810</sup> G. Mizerski, *Real estate...*, s. 284.

<sup>811</sup> J. Jerzmanowski, J. Napierała, T. Sójka, [w:] *Prawo spółek...*, s. 69 i n.

<sup>812</sup> *Ibidem*, s. 71.

<sup>813</sup> M. Glicz, *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018, Legalis.

<sup>814</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. U. UE. L. z 2017 r. nr 168, s. 12 z późn. zm.).

rynkowej spółki<sup>815</sup>. W wymiarze pośrednim, wynikającym z faktu szerokich obowiązków informacyjnych dla spółek publicznych (w tym podlegającego zatwierdzeniu prospektu emisyjnego), notowanie akcji na giełdzie wpływa na wiarygodność spółki, jej postrzeganie przez inwestorów, poprawę zdolności kredytowej oraz jej rozpoznawalność w przestrzeni informacyjnej<sup>816</sup>.

Posiadanie statusu spółki publicznej może również wiązać się z szeregiem negatywnych skutków. Jako najistotniejsze z nich należy wymienić, zwiększone koszty obsługi organizacyjno-prawnej, konieczność ujawniania informacji niekorzystnych z punktu widzenia interesów spółki czy zmiany struktury właścicielskiej, mogące powodować utratę dotychczasowej kontroli lub dokonanie wrogiego przejęcia<sup>817</sup>. Patrząc z perspektywy wszystkich wymogów stawianych podmiotom typu REIT, obowiązek funkcjonowania jako spółka publiczna wydaje się być zagadnieniem wtórnym. Upublicznienie akcji wywiera jednak pośredni lub bezpośredni wpływ na wiele aspektów jej działalności i może stanowić znaczne wyzwanie dla kadry zarządzającej. Pomimo braku zakwalifikowania obowiązku dopuszczenia akcji do publicznego obrotu jako cechy obligatoryjnej charakteryzującej model REIT, rozpowszechniony w prawodawstwie państw europejskich wymóg funkcjonowania w formie spółek publicznych, należy uznać za istotny element regulacji wyznaczających ramy działalności podmiotów typu REIT. Podkreśla on w stanowczy sposób przywiązanie do zapewnienia odpowiedniego poziomu otwarcia na nowych akcjonariuszy oraz gwarantujący podjęcie możliwie szerokich starań o zapewnienie jak największego bezpieczeństwa zainwestowanych przez nich środków pieniężnych.

Jak wynika z przytoczonej definicji spółki publicznej, status ten nie jest w pełni jednolity i zależy od rynku, na którym akcje danej spółki zostały dopuszczone do obrotu. Co istotne, rynki te różnią się pod względem wymogów stawianych emitentom i oferowanym przez nich papierom wartościowym, zarówno na etapie ich dopuszczenia do obrotu, jak i w ramach dalszych notowań<sup>818</sup>. Pomimo odwołania do definicji spółki publicznej zawartej w przepisie art. 4 pkt 20 u.o.p.s.p., i posługiwania się w tej definicji pojęciami rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu, uwagi dotyczące

---

<sup>815</sup> Zob. szerzej: M. Michorowski, *Publiczna oferta akcji jako forma pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo – pozytywne i negatywne aspekty pierwszej oferty publicznej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2013, nr 901, s. 99.

<sup>816</sup> *Ibidem*, s. 100.

<sup>817</sup> *Ibidem*, s. 102.

<sup>818</sup> M. Pachucki, A. Plutecki, *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*, Warszawa 2018, s. 9.

rodzajów systemów obrotów, na których mogą być notowane akcje podmiotów typu REIT pozostają aktualne również dla większości omawianych regulacji europejskich, z uwagi na harmonizację na poziomie unijnym, wynikającą z wdrożenia m.in. dyrektywy 2014/65/UE<sup>819</sup>. Zgodnie z prawem krajowym, będącym wyrazem implementacji przepisów dyrektyw unijnych, obrót instrumentami finansowymi może odbywać się na rynku regulowanym, w alternatywnym systemie obrotu (ASO) albo w obrębie zorganizowanej platformy obrotu (OTF)<sup>820</sup>. W ramach rynku kapitałowego można więc wyróżnić trzy zasadnicze systemy obrotu działające w pełni samodzielnie i autonomicznie<sup>821</sup>. Definicja spółki publicznej odwołuje się jednak wyłącznie do dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym lub w ASO.

Rynkiem regulowanym w rozumieniu art. 14 ust. 1 u.o.i.f., jest działający w sposób stały wielostronny system zatwierdzania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu krajowego oraz wskazany jako taki rynek Komisji Europejskiej przez państwo członkowskie. Definicja zawarta w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi nawiązuje do tej zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy 2014/65/UE. Rynkiem, który może zostać wyodrębniony przez spółkę prowadzącą rynek regulowany jest rynek oficjalnych notowań. Rynek ten charakteryzuje się bardziej restrykcyjnymi wymogami dotyczącymi emitentów i oferowanych przez nich papierów wartościowych<sup>822</sup>. W ramach polskiej GPW rynek oficjalnych notowań, (określany też mianem rynku podstawowego) oraz rynek równoległy, będący platformą notowania mniejszych spółek, tworzą wspólnie rynek główny GPW<sup>823</sup>. Status spółki publicznej uzyskuje się również w wyniku wprowadzenia akcji do obrotu w ASO. Alternatywny system obrotu to z kolei prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do

---

<sup>819</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. U. UE. L z 2014 r. nr 173, s. 349 z późn. zm.).

<sup>820</sup> P. Wajda, M. Wierzbowski, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 85.

<sup>821</sup> *Ibidem*.

<sup>822</sup> Art. 16 ust. 1 i 2 u.o.i.f.

<sup>823</sup> [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Podmioty\\_ryнку\\_kapitałowego.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Podmioty_ryнку_kapitałowego.pdf), (dostęp: 30.11.2025 r.).

zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego<sup>824</sup>.

Każdy z przedstawionych rynków charakteryzuje się odpowiednimi wymogami dotyczącymi szczegółowości oferty publicznej (prospekt emisyjny/memorandum informacyjne), rodzajów nadużyć rynkowych czy obowiązków raportowych. Zakres pracy nie pozwala na szczegółowe omówienie wszystkich występujących różnic. Poszczególne aspekty związane z wymogami w zakresie poziomu akcji w wolnym obiegu będą przedmiotem analizy w następnym podrozdziale. W tym miejscu należy jedynie zaznaczyć, że prawne usankcjonowanie wymogu dopuszczenia akcji do publicznego obrotu może wiązać się z nałożeniem na podmiot obowiązków o różnym ciężarze.

Na początku podrozdziału zaznaczono fakt powszechnego stosowania wobec europejskich podmiotów typu REIT wymogu dopuszczenia akcji do publicznego obrotu. Przed przystąpieniem do omówienia krajowych propozycji w tym zakresie, zasadne jest więc zwrócenie uwagi na sposób realizacji powyższego wymogu w ustawodawstwie państw europejskich.

**Tabela nr 8.** Wymogi w zakresie dopuszczenia akcji podmiotów typu REIT do publicznego obrotu.

Państwo	Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu	Rynek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu
Holandia	Brak	Brak ograniczeń w przypadku dobrowolnego funkcjonowania jako spółka publiczna
Belgia	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany na terytorium UE
Grecja	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany na terytorium Grecji, z możliwością równoległego notowania w UE
Francja	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany lub alternatywny system obrotu na terytorium państwa UE
Bułgaria	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany na terytorium Bułgarii w odniesieniu do pierwszej oferty publicznej.
Niemcy	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany lub alternatywny system obrotu na terytorium państwa UE lub EOG
Włochy	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany lub alternatywny system obrotu na terytorium państwa UE lub EOG
Wielka Brytania	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany na terytorium Wielkiej Brytanii lub innego państwa o uznanej giełdzie

<sup>824</sup> Art. 3 pkt 2 u.o.i.f.; Odpowiednikiem ASO w ramach dyrektywy 2014/65/UE, zgodnie z art. ust 1 pkt 22 jest wielostronna platforma obrotu lub inaczej MTF (*multilateral trading facility*), definiowana jako system wielostronny prowadzony przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku, który kojarz wiele deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie – system ten i zasady jego działania nie mogą charakteryzować się uznaniowością.

		papierów wartościowych (rynek główny) – oceny dokonuje Urząd Skarbowy i Celny Jego Królewskiej Mości
Hiszpania	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany lub alternatywny system obrotu na terytorium państwa UE
Finlandia	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany lub alternatywny system obrotu na terytorium państwa UE
Węgry	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany na terytorium państwa UE
Irlandia	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany na terytorium państwa UE (rynek główny)
Portugalia	Obowiązkowe dopuszczenie	Rynek regulowany lub alternatywny system obrotu na terytorium państwa UE

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Zgodnie z zestawieniem przedstawionym w Tabeli nr 8, jedynym państwem europejskim, w którym nie występuje wymóg funkcjonowania pomiotów typu REIT jako spółki publicznej jest Holandia. Jest to skutkiem liberalizmu odnoszącego się do dopuszczalnej formy funkcjonowania holenderskich FBI, które mogą działać jako spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, fundusz inwestycyjny lub porównywalny podmiot zagraniczny. Brak omawianego wymogu, jest także wynikiem wielokrotnie podkreślanej w pracy bliskości holenderskiego reżimu FBI i jego amerykańskiego pierwowzoru. W przypadku pozostałych państw w których obowiązują normy wymagające dopuszczenia akcji do publicznego obrotu, klasyfikację można przeprowadzić z zastosowaniem kryterium terytorialnego lub kryterium właściwości rynku. Kryterium terytorialne odnosi się do zakresu swobody w wyborze jurysdykcji, w której akcje będą dopuszczone do obrotu. W większości analizowanych przykładów, akcje podmiotów typu REIT mogą być dopuszczone do obrotu w każdym państwie członkowskim UE. Wielka Brytania, która opuściła struktury unijne, również dopuszcza możliwość notowania akcji UK-REIT na rynku zagranicznym, pod warunkiem uznania giełdy państwa trzeciego w ramach procedury przeprowadzanej przez Urząd Skarbowy i Celny Jego Królewskiej Mości. Swoboda wyboru rynku notowań w ujęciu terytorialnym jest więc znaczącym uprawnieniem pozostawionym kadrze zarządzającej, mogącej dokonać oceny, który rynek zapewni maksymalizację profitów wynikających z publicznego obrotu akcjami, przy jednoczesnej minimalizacji obowiązków. Jest to rozwiązanie w znacznym stopniu odpowiadające funkcjonującym realiom rynkowym,

w których zjawisko podwójnego lub inaczej równoległego notowania (*dual-listingu*, *cross-listingu*) w ramach dwóch różnych giełd w różnych jurysdykcjach, umożliwiła niwelowanie niedoborów rodzimego rynku<sup>825</sup>.

Przykładami państw, w których przepisy regulujące działalność w modelu REIT wskazują na obowiązek lokowania akcji na giełdzie lokalnej są Bułgaria oraz Grecja. Wydaje się, że powyższy fakt należy analizować w perspektywie funkcjonującego tam modelu reglamentacyjnego. Założeniem owych regulacji jest bowiem traktowanie podmiotów typu REIT w sposób właściwy dla podmiotów działających na rynku finansowym<sup>826</sup>. Zauważalna jest zatem korelacja pomiędzy modelem dostępu do prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT i sprawowaniem nadzoru nad tymi podmiotami, a ograniczeniem co do swobody wyboru rynku notowań w ujęciu terytorialnym. Przyjęcie w przepisach obowiązku notowania na giełdzie w konkretnym państwie, nie wyklucza jednak automatycznie wspomnianej możliwości podwójnego notowania. W przypadku bułgarskich SPIC wskazuje się wyłącznie na konieczność dokonania na giełdzie lokalnej pierwszej oferty publicznej akcji, co nie wyłącza możliwości późniejszego notowania w innych państwach UE<sup>827</sup>. Jednak jedynym państwem, w którym przepisy wprost przewidują dopuszczalność równoległego notowania jest Grecja<sup>828</sup>.

Pewną prawidłowość w przypadku regulacji dotyczących greckich REIC oraz bułgarskich SPIC, można zaobserwować również w zakresie kryterium właściwości rynku. Ograniczenie do lokalnego rynku idzie w tym układzie w parze z wyłączeniem możliwości notowania akcji poza rynkiem regulowanym, np. w ramach ASO. Podejście zakładające obowiązek notowania akcji na rynku regulowanym nie ogranicza się jednak do dwóch wskazanych przykładów. Akcje irlandzkich IR-REIT, brytyjskich UK-REIT oraz węgierskich SZIT, również muszą być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym (rynku głównym) – z tą różnicą, że zgodnie z wcześniejszymi uwagami nie występuje w ich przypadku ograniczenie o charakterze terytorialnym. W przypadku sześciu pozostałych państw ujętych w Tabeli nr 8, przepisy przewidują możliwość notowania akcji na mniej sformalizowanych rynkach niż rynek regulowany.

---

<sup>825</sup> <https://dnarynkow.pl/dlaczego-spolki-realizuja-cross-listing-lub-dual-listing/>, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>826</sup> Zob. uwagi przedstawione na s. 110 i nast.

<sup>827</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 22.

<sup>828</sup> Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., artykuł 23 ust. 1; EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT ...*, s. 73.

Poza dopuszczalnością notowania akcji w ASO, obwarowanych mniejszą ilością wymogów w odniesieniu do emitenta, oferowanych walorów oraz obowiązków informacyjnych, innym sposobem złagodzenia obowiązków wynikających z konieczności dopuszczenia akcji do publicznego obrotu, jest możliwość skorzystania z odpowiedniego okresu przejściowego, w którym notowanie akcji nie jest wymagane. Obecnie rozwiązanie przewidujące okres dostosowawczy w tym zakresie funkcjonuje w Finlandii, Niemczech, Bułgarii, Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii. Dokładny czas, w którym spółki mogą wstrzymać się z upublicznieniem swoich akcji jest jednak różny. Najkrótszy okres dostosowawczy obowiązuje w Bułgarii, gdzie spółki SPIC są obowiązane do złożenia wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego dla pierwszej oferty publicznej akcji w ciągu sześciu miesięcy od dnia wpisu spółki do rejestru<sup>829</sup>. Termin trzy letni jest przewidziany w przypadku fińskich FIN-REIT oraz brytyjskich UK-REIT. Rekordowy okres, w którym spółka działająca w modelu REIT nie musi być notowana na giełdzie jest stosowany wobec niemieckich REIT-AG. Zgodnie z regulacją niemiecką wniosek o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku zorganizowanym należy złożyć w ciągu trzech lat od dnia rejestracji spółki, jednak istnieje możliwość przedłużenia tego terminu o maksymalnie dwa roczne okresy<sup>830</sup>. Funkcjonowanie okresów przejściowych w przypadku dopuszczenia akcji do publicznego obrotu, podobnie jak w przypadku okresów przejściowych dotyczących innych wymogów stawianych podmiotom typu REIT, należy uznać za słuszne rozwiązanie. Pozwalają one pogodzić korzyści rynkowe dla samych spółek oraz potencjalnych akcjonariuszy, z zapewnieniem odpowiedniego czasu na przygotowanie do oferty publicznej i spełnieniem wymogów związanych z funkcjonowaniem w reżimie spółki publicznej.

Przedstawione dotychczas krajowe propozycje uregulowania ram prawnych dla działalności podmiotu opartego na modelu REIT, wpisują się w powszechnie obowiązujący europejski nurt zakładający konieczność dopuszczenia akcji tych spółek do publicznego obrotu. Projekt SRWN I, definiując spółkę rynku wynajmu nieruchomości przyjmował, że jest to spółka publiczna w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>831</sup>. Nawiązując od definicji

---

<sup>829</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 11 ust. 1.

<sup>830</sup> Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, § 10 ust. 1 i 2.

<sup>831</sup> Art 2 ust. 1 projektu SRWN I.

spółki publicznej z art. 4 pkt 20 u.o.p.s.p., akcje SRWN w założeniu mogły podlegać obrotowi zarówno na rynku regulowanym, jak i w ramach ASO. Podejście to nawiązywało więc do bardziej liberalnego modelu funkcjonującego w państwach europejskich i pozwalało na realizację wymogu ustawowego w sposób mniej rygorystyczny, przez dopuszczenie akcji SRWN do obrotu w ASO.

Koncepcja ta uległa jednak zmianie wraz z zaprezentowaniem projektu SRWN II, w którym przewidziano obowiązek dopuszczenia akcji do obrotu na rynku oficjalnych notowań w rozumieniu art. 16 ust. 2 u.o.i.f.<sup>832</sup>. Założenie to zostało utrzymane, także w projekcie FINN<sup>833</sup>. Kierunek działania przyjęty przez projektodawcę wyraźnie wskazuje na dążenie do podwyższenia standardu związanego z pożądanym rynkiem notowania akcji krajowego podmiotu typu REIT. Bez wątplenia uczestnictwo w rynku oficjalnych notowań podkreśla prestiż spółki, wpływa na jej odbiór przez inwestorów oraz potencjalnych kontrahentów. Fakt pozytywnego oddziaływania tej regulacji na bezpieczeństwo akcjonariuszy został również podkreślony w uzasadnieniu projektu FINN<sup>834</sup>.

W tym miejscu należy wskazać, że wprowadzenie w ramach proponowanej regulacji krajowej wymogu dopuszczenia akcji do obrotu wyłącznie na rynku oficjalnych notowań, z pominięciem mniej rygorystycznych rynków, może stać się kolejną blokadą dla rozwoju sektora. Warto podkreślić również, że w ramach krajowego systemu prawnego nie występują podobne normy statuujące wymóg prowadzenia działalności, z zastrzeżeniem formy spółki publicznej, a tym bardziej spółki publicznej, której obrót akcjami odbywa się na rynku oficjalnych notowań. Nie jest to więc rozwiązanie stosowane w przypadku innych podmiotów gospodarczych, nawet o tak istotnym znaczeniu dla stabilności gospodarki, jak np. podmioty działające na rynku finansowym. Niemożliwe jest zatem dokonanie oceny porównawczej takiego wymogu, z uwzględnieniem przepisów odnoszących się do innych przedsiębiorców. Głównego motywu leżącego u podstaw rozpowszechnienia w europejskich systemach prawnych obowiązku dopuszczenia akcji podmiotów typu REIT do obrotu publicznego, upatrywać należy w umożliwieniu skorzystania z przewidzianych preferencji podatkowych jak najszerszemu gronu podmiotów. Zagadnienie to jest ściśle powiązane z tematyką

---

<sup>832</sup> Art. 2 ust. 1 projektu SRWN II.

<sup>833</sup> Art. 3 pkt 2 projektu FINN.

<sup>834</sup> Uzasadnienie projektu FINN, s. 7.

kolejnego podrozdziału odnoszącego się do obowiązku odpowiedniego rozproszenia struktury własnościowej, w którym to podrozdziale nastąpi jej rozwinięcie.

#### **4.3. Ograniczenia dotyczące struktury własnościowej podmiotów typu real estate investment trust**

Szczególne normy wpływające na kształtowanie struktury własnościowej stanowiły już element pierwotnej regulacji amerykańskiej z 1960 r. Obecnie amerykańskie REIT są obowiązane spełniać w tym zakresie warunki polegające na posiadaniu nie mniej niż stu akcjonariuszy przez co najmniej 335 dni, w każdym roku podatkowym. Ponadto pięciu lub mniej akcjonariuszy (zarówno korporacyjnych, jak indywidualnych) nie może posiadać więcej niż 50% akcji<sup>835</sup>. Powyższe wymagania w przeszłości podlegały licznym zmianom, co szerzej zostało omówione w rozdziale pierwszym. W tym miejscu należy jedynie przypomnieć o dwóch kluczowych nowelizacjach, istotnych z punktu widzenia dalszych rozważań.

Znacznym ułatwieniem dla kadry zarządzającej czuwającej nad realizacją wymogów ustawowych zwolnienia, było wprowadzenie na mocy *Tax Reform Act of 1986* rocznego okresu przejściowego, zapewniającego odpowiedni czas na dokonanie wymaganego rozproszenia struktury właścicielskiej<sup>836</sup>. Wsparciem ze strony ustawodawcy była również zmiana przewidziana w *Omniibus Budget Reconciliation Act of 1993*, dotycząca rozluźnienia wymogów w zakresie odpowiedniego rozproszenia struktury własnościowej, poprzez szersze dopuszczenie do uczestnictwa w REIT dużych inwestorów instytucjonalnych realizujących tzw. *pension look-through rule*<sup>837</sup>. Dzięki tej zmianie inwestycje w REIT stały się w większej mierze dostępne dla inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych, których beneficjenci w wyniku reformy przy ocenie realizacji wymogu rozproszenia, byli traktowani jak bezpośredni akcjonariusze REIT<sup>838</sup>.

Przedstawione reformy regulacji amerykańskich, w sposób obrazowy wskazują na dwa zasadnicze problemy powiązane ze strukturą własnościową podmiotów typu REIT. Pierwszy z nich sprowadza się do normatywnego zagwarantowania rozproszenia kapitału zakładowego i praw własnościowych, z uwagi na przyznane preferencje

---

<sup>835</sup> IRC, Title 26 U.S.C., Sec. 856(a)(5).

<sup>836</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang, *Real Estate...*, s. 28.

<sup>837</sup> B.T. Borden, *Reforming REIT...*, s. 42.

<sup>838</sup> Zob. uwagi przedstawione na s. 53.

podatkowe. Celem powyższych wymogów jest zapewnienie właściwego wykorzystania tego modelu inwestycyjnego, uniemożliwiającego jego instrumentalne stosowanie przez duże podmioty jako środka optymalizacji podatkowej<sup>839</sup>. Minimalna liczba akcjonariuszy powoduje konieczność zaangażowania kapitałowego większej ilości podmiotów, z kolei maksymalne poziomy koncentracji kapitału w rękach jednego podmiotu, utrudniają tworzenie pozornych struktur wyłącznie dla celów podatkowych. Z drugiej strony, udział inwestorów instytucjonalnych dysponujących znacznymi środkami finansowymi należy uznać za pożądany, patrząc przez pryzmat realizacji wymogów kapitałowych oraz zapewnienia środków rozwojowych. Zarówno nadmierna koncentracja struktury własnościowej, jak i jej nieumiarkowane rozproszenie może wiązać się z negatywnymi skutkami w zakresie procesów zarządczych, płynności, asymetrii informacji czy ryzyka nadużyć<sup>840</sup>. W literaturze wskazuje się jednak, że większe rozproszenie struktury własnościowej pozytywnie przyczynia się do zwiększenia płynności, a wskutek tego do niższego kosztu kapitału i wyższej wartości spółki<sup>841</sup>.

Analizując prawodawstwo państw europejskich, które zdecydowały się na wprowadzenie modelu REIT, można zauważyć, że normy zakładające konieczność utrzymania odpowiedniej struktury własnościowej są standardem. Powyższe założenie jest w praktyce realizowane na trzy zasadnicze sposoby, tj.: określenie minimalnej liczby akcjonariuszy, określenie maksymalnego poziomu koncentracji kapitału w rękach pojedynczego akcjonariusza oraz obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu. Dwa pierwsze sposoby uregulowania tej problematyki są odzwierciedleniem rozwiązań amerykańskich i w sposób bezpośredni formułują obowiązek właściwego ukształtowania struktury własnościowej podmiotów typu REIT. Rozwiązanie polegające na wprowadzeniu ustawowego wymogu dopuszczenia akcji do publicznego obrotu opiera się na oddziaływaniu pośrednim, wynikającym z konieczności dostosowania układu właścicielskiego do odpowiednich przepisów odnoszących się do statusu spółki publicznej, wprowadzania akcji do obrotu na rynku czy regulaminu danej giełdy. Podstawowym obowiązkiem jest w tym przypadku konieczność posiadania odpowiedniego poziomu tzw. *free float*, czyli udziału akcji danego emitenta znajdujących się w wolnym obrocie, w stosunku do

---

<sup>839</sup> Eichholtz P., Kok N., *The EU REIT...*, s. 15.

<sup>840</sup> D. Brounen, N. Kok, C. Ling, *Shareholder composition, share turnover, and returns in volatile markets: The case of international REIT*, „Journal of International Money and Finance” 2012, nr 31, s. 1870.

<sup>841</sup> C. Ghosh, M. Petrova, *The effect of legal...*, s. 55.

całkowitej liczby akcji<sup>842</sup>. W przypadku rynku oficjalnych notowań (ryнку podstawowego) prowadzonego przez GPW w Warszawie, za akcje będące w wolnym obrocie uznaje się akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy będących uprawnionych do mniej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu emitenta, a poziom minimalnego *free float* wynosi obecnie 25% wszystkich akcji emitenta<sup>843</sup>.

Należy zaznaczyć, że w praktyce trzy wskazane sposoby zapewnienia rozproszenia kapitału mogą występować łącznie w różnych kombinacjach. Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu jest jednak charakterystyczny głównie dla podmiotów typu REIT funkcjonujących w Europie. W przypadku amerykańskich REIT preferowane rozproszenie akcjonariatu od początku opierało się na przepisach dotyczących minimalnej liczby akcjonariuszy oraz maksymalnego poziomu koncentracji kapitału. Do dziś w Stanach Zjednoczonych Ameryki możliwość prowadzenia działalności jako REIT nie jest obwarowana koniecznością uzyskania statusu spółki publicznej oraz giełdowego notowania akcji<sup>844</sup>. Podejście poszczególnych ustawodawców europejskich do omawianego zagadnienia oraz wykorzystane metody regulacji zaprezentowane zostały w Tabeli nr 9.

**Tabela nr 9.** Ograniczenia dotyczące struktury własnościowej podmiotów typu REIT.

Państwo	Szczególne wymogi dotyczące struktury akcjonariatu	Obowiązek dopuszczenia akcji do publicznego obrotu
Holandia	Uzależnione od faktu czy FBI jest podmiotem regulowanym tj. notowanym na giełdzie lub legitymującym się posiadaniem odpowiedniej licencji, czy też nieregulowanym: Regulowany FBI: Pojedynczy akcjonariusz korporacyjny nie może posiadać więcej niż 45% akcji; Pojedynczy akcjonariusz indywidualny nie może posiadać więcej niż 25% akcji. Nieregulowany FBI: Osoby fizyczne, osoby prawne korzystające ze zwolnienia podatkowego od osiągniętych zysków oraz regulowane FBI – muszą posiadać co najmniej 75% akcji; Pojedynczy akcjonariusz indywidualny nie może posiadać więcej niż 5% akcji. Zarówno w przypadku regulowanych, jak i nieregulowanych FBI, akcjonariusze korporacyjni nie mogą posiadać 25% lub więcej akcji w FBI poprzez	Brak

<sup>842</sup> Słownik terminów giełdowych GPW, (<https://www.gpw.pl/sloownik-terminow-gieldowych?letter=F>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>843</sup> § 1 ust. 2 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. z 2019 r. poz. 803 z późn. zm.); § 3 ust. 2A regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, uchwała nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., ze zm.

<sup>844</sup> IRC, Title 26 U.S.C., Sec. 856(a).

	pośredniczące podmioty zagraniczne	
Belgia	Minimum 30% akcji spółki musi znajdować się w wolnym obrocie	Obowiązkowe dopuszczenie
Grecja	Brak	Obowiązkowe dopuszczenie
Francja	Pojedynczy akcjonariusz nie może posiadać bezpośrednio lub pośrednio więcej niż 60% kapitału zakładowego lub prawa głosu. Minimum 15% akcji w kapitale zakładowym/prawie głosu musi być w posiadaniu akcjonariuszy posiadających mniej niż 2% kapitału zakładowego/praw głosu	Obowiązkowe dopuszczenie
Bułgaria	Liczba założycieli nie może przekraczać pięćdziesiąt osób (fizycznych lub prawnych). Co najmniej 30% kapitału musi być w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych w rozumieniu tamtejszych przepisów o ofercie publicznej	Obowiązkowe dopuszczenie
Niemcy	Minimum 15% kapitału zakładowego/praw głosu musi być w posiadaniu akcjonariuszy posiadających mniej niż 3% kapitału zakładowego/prawa głosu. Poziom akcji w wolnym obrocie musi wynosić co najmniej 25% Jeden akcjonariusz nie może posiadać bezpośrednio więcej niż 10% kapitału zakładowego/praw głosu	Obowiązkowe dopuszczenie
Włochy	Jeden akcjonariusz nie może posiadać bezpośrednio lub pośrednio więcej niż 60% praw głosu na walnym zgromadzeniu lub udziału w zyskach. Minimum 25% akcji musi być w posiadaniu akcjonariuszy nie posiadających bezpośrednio lub pośrednio więcej niż 2% praw głosu/udziału w zyskach <sup>845</sup>	Obowiązkowe dopuszczenie
Wielka Brytania	Nie może być spółką zamkniętą ( <i>closed company</i> ) kontrolowaną przez pięciu lub mniej akcjonariuszy ( <i>five or fewer rule</i> ). Wymóg ten nie obowiązuje, jeżeli 35% akcji jest wolnym obiegu. Posiadanie przez jednego akcjonariusza korporacyjnego więcej niż 10% kapitału zakładowego lub prawa głosu – wypłacona dywidenda wynikające z przekroczenia progu podlega zwiększonej stawce podatkowej	Obowiązkowe dopuszczenie
Hiszpania	Brak	Obowiązkowe dopuszczenie
Finlandia	Jeden akcjonariusz nie może posiadać więcej niż 10% kapitału zakładowego <sup>846</sup>	Obowiązkowe dopuszczenie
Węgry	Minimum 25% akcji powinno znajdować się w posiadaniu akcjonariuszy posiadających mniej niż 5% akcji każdy. Banki, zakłady ubezpieczeń oraz inne SZIT nie mogą posiadać więcej niż 10% akcji/praw głosu w SZIT	Obowiązkowe dopuszczenie

<sup>845</sup> Warunek ten musi zostać spełniony wyłącznie w momencie wprowadzenia akcji do publicznego obrotu.

<sup>846</sup> Brak realizacji tego wymogu oraz przekroczenie progu 10% udziału w kapitale zakładowym skutkuje zastosowaniem wyższej stawki podatkowej w stosunku do dywidendy wynikającej z akcji posiadanych w nadmiarze.

Irlandia	Nie może być spółką zamkniętą ( <i>closed company</i> ) kontrolowaną przez pięciu lub mniej akcjonariuszy ( <i>five or fewer rule</i> ). Wymóg powyższy nie obowiązuje, jeżeli co najmniej 35% akcji uprawniających go głosu na walnym zgromadzeniu jest w wolnym obiegu. Posiadanie przez jednego akcjonariusza korporacyjnego więcej niż 10% kapitału zakładowego, prawa głosu lub prawa do dywidendy – wypłacone kwoty zostają wyłączone ze zwolnienia podatkowego	Obowiązkowe dopuszczenie
Portugalia	Do końca trzeciego roku kalendarzowego od dopuszczenia do obrotu co najmniej 20% akcji stanowiących kapitał zakładowy musi znaleźć się w posiadaniu akcjonariuszy posiadających nie więcej niż 2% prawa głosu na walnym zgromadzeniu. Do końca piątego roku kalendarzowego wymóg ten zostaje zwiększony do 25% kapitału zakładowego	Obowiązkowe dopuszczenie

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

Powyższe zestawienie potwierdza dominację podejścia obligującego spółkę do włączenia jej akcji do publicznego systemu obrotu. Uzyskanie statusu spółki publicznej oraz dopuszczenie akcji do obrotu na rynku, nie jest związane wyłącznie z potrzebą szerszego utworzenia struktury własnościowej. Ogólna idea przyświecająca posiadaniu przez podmioty typu REIT statusu spółki publicznej została zarysowana w poprzednim podrozdziale. W tym miejscu należy zauważyć, że pomimo ograniczeń odnoszących się do spółek publicznych w zakresie poziomu *free float* czy kontroli koncentracji kapitału, w wielu przypadkach zdecydowano się jednocześnie na dodatkowe uregulowanie struktury własnościowej w sposób szczególny. Obecnie rozwiązanie oparte wyłącznie na wymogu dopuszczenia akcji do publicznego obrotu funkcjonują w Holandii, Grecji i Hiszpanii.

W przypadku Holandii, która jako pierwsza przeniosła rozwiązania amerykańskie do Europy, nie zdecydowano się na ograniczenie formy działalności FBI, wyłącznie do spółki, której akcje znajdują się w obrocie publicznym. *Fiscale beleggingstelling* mogą jednak występować jako FBI regulowane, notowane na uznanej giełdzie papierów wartościowych lub posiadające licencję wydaną zgodnie przepisami ustawy o nadzorze finansowym (*Wet op het financieel toezicht*)<sup>847</sup>. Status emitenta papierów wartościowych notowanych na giełdzie oraz uzyskanie licencji zarządzającego alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi wiąże się z objęciem nadzorem działalności FBI przez holenderski

<sup>847</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT ...*, s. 139.

Urząd ds. Rynków Finansowych (*Autoriteit Financiële Markten, AFM*)<sup>848</sup>. Zgodnie z zestawieniem przedstawionym w Tabeli nr 9., działanie jako regulowany FBI skutkuje mniej restrykcyjnymi wymogami co do struktury własnościowej niż ma to miejsce w przypadku nieregulowanych FBI. Przykładem może być maksymalny poziom koncentracji kapitału w rękach pojedynczego akcjonariusza indywidualnego, który w przypadku nieregulowanych FBI wynosi 5% akcji, a w przypadku regulowanego FBI aż 25%.

Przepisy regulujące działalność podmiotów typu REIT w Grecji oraz Hiszpanii, charakteryzują się brakiem szczegółowych rozwiązań dotyczących struktury właścicielskiej, wykraczających poza wymogi wynikające z obowiązku dopuszczeni akcji do publicznego obrotu. Wszelkie wymagania odnośnie do liczby akcjonariuszy czy poziomu *free float* są więc pokłosiem posiadania statusu spółki publicznej. Hiszpańskie SOCIMI są zobowiązane do wprowadzenia swoich akcji do obrotu na rynku regulowanym lub w ramach ASO, a regulacje dotyczące poziomu rozproszenia akcji różnią się w zależności od danego systemu notowań. W przypadku notowania na głównym rynku hiszpańskim w systemie notowań ciągłych, poziom *free float* wynosi 25% kapitału zakładowego, a spółka musi posiadać minimum stu akcjonariuszy<sup>849</sup>. Odmienne kształtują się wymogi wynikające z notowania akcji w ramach ASO. Mniejszościowi akcjonariusze, posiadający mniej niż 5% kapitału zakładowego każdy, muszą łącznie reprezentować akcje o wartości rynkowej 2 mln euro lub 25% kapitału zakładowego – w zależności, która z tych wartości jest mniejsza<sup>850</sup>. Greckie REIC również nie podlegają szczególnym wymogom dotyczącym struktury akcjonariatu. Z obowiązku notowania na Giełdzie Papierów Wartościowych w Atenach, wynika generalny obowiązek pozostawiania w wolnym obiegu 25% ogólnej sumy akcji, które muszą zostać rozproszone pomiędzy minimum 300 akcjonariuszy, z których żaden nie może posiadać więcej niż 5% całkowitej liczby akcji<sup>851</sup>. Należy zauważyć, że pomimo braku odrębnego uregulowania kwestii struktury właścicielskiej w przypadku SOCIMI oraz REIC, przepisy pośrednio wpływające na jej kształt w dużej mierze odpowiadają uśrednionym standardom rozproszenia uwidocznionym w Tabeli nr 9.

Dodatkowe wymogi w zakresie struktury akcjonariatu podmiotów typu REIT obowiązujące w państwach europejskich, które zdecydowały się na uregulowanie tego

---

<sup>848</sup> AMF, Beleggingsinstellingen, (<https://www.afm.nl/nl-nl/sector/beleggingsinstellingen>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>849</sup> PwC, *Compare and contrast....*, s. 82.

<sup>850</sup> *Ibidem*, s. 82.

<sup>851</sup> Athens Exchange Rulebook, (<http://bit.ly/3GdHaDD>), s. 98, (dostęp: 30.11.2025 r.).

zagadnienia w sposób szczególny, zasadniczo sprowadzają się do wyznaczenia maksymalnego poziomu koncentracji w rękach jednego podmiotu lub zapewnienia odpowiedniego poziomu akcji w wolnym obiegu. Z uwagi na znaczące podobieństwo stosowanych rozwiązań, dalsza analiza skupi się na rozwiązaniach istotnych z perspektywy postulatów odnoszących się do preferowanego kształtu krajowej regulacji.

Interesującym zabiegiem są występujące w Wielkiej Brytanii oraz Irlandii, normy nakierowane na zapewnienie udziału w UK-REIT oraz IR-REIT, jak największej liczby inwestorów indywidualnych, z jednoczesnym zapewnieniem korzyści płynących z zaangażowania dużych podmiotów instytucjonalnych. Brytyjski reżim prawny wymaga, aby spółka starająca się o możliwość działania jako UK-REIT nie była „spółką zamkniętą” (*close company*), to jest nie była kontrolowana przez pięciu lub mniej akcjonariuszy (*five or fewer rule*)<sup>852</sup>. Warunek ten jest wyłączony, jeżeli co najmniej 35% akcji UK-REIT znajduje się w wolnym obrocie, tj. znajduje się w posiadaniu akcjonariuszy nie reprezentujących więcej niż 5% kapitału zakładowego każdy lub kwalifikowanych inwestorów instytucjonalnych<sup>853</sup>. Za kwalifikowanych inwestorów instytucjonalnych uznaje się podmioty realizujące zasadę rzeczywistego rozproszenia własności (*genuine diversity of ownership – GDO*), mającą na celu zapewnienie, że zbiorowe formy inwestowania korzystające z przewidzianych w systemie brytyjskim ulg podatkowych będą dostępne dla szerokiego grona inwestorów, a nie wyłącznie dla wybranych podmiotów lub spółek powiązanych<sup>854</sup>. Zaliczenie do grupy inwestorów realizujących warunki GDO jest możliwe po spełnieniu trzech podstawowych warunków, polegających na zapewnieniu otwartości uczestnictwa dla szerokiego grona potencjalnych, niepowiązanych ze sobą inwestorów, odpowiednich działań marketingowych oraz stosowania warunków uczestnictwa realnych do spełnienia dla mniejszych inwestorów<sup>855</sup>. Za kwalifikowanych inwestorów instytucjonalnych, których udział nie narusza wymogów rozproszenia kapitałowego dla UK-REIT mogą zostać uznane (pod warunkiem spełnienia GDO) m.in. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, inne UK-REIT, a także zagraniczne odpowiedniki wskazanych podmiotów<sup>856</sup>. Rozwiązania w tożsamym kształcie obowiązują również w Irlandii. Podobnie do regulacji brytyjskiej, IR-REIT obowiązane są

---

<sup>852</sup> Corporation Tax Act 2010, Part 12, Chapter 2, § 528.

<sup>853</sup> Deloitte, *UK REITs. A summary of the regime*, (file:///C:/Users/user/Downloads/reit-flyer.pdf), s. 3, (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>854</sup> HM Revenue & Customs, *Genuine Diversity of Ownership (GDO): Introduction*, (bit.ly/3VMN7f7), (dostęp: 30.11.2025 r.).

<sup>855</sup> *Ibidem*.

<sup>856</sup> Deloitte, *UK REITs. A summary of...*, s. 3; PwC, *Compare and contrast...*, s. 99.

stosować regułę *five or fewer*, która może zostać wyłączona w przypadku osiągnięcia poziomu 35% akcji w wolnym obiegu. Procent maksymalnego udziału pojedynczego akcjonariusza oraz katalog kwalifikowanych inwestorów zapewniających odpowiedni poziom wewnętrznej dywersyfikacji własnościowej pokrywają się z rozwiązaniami brytyjskimi<sup>857</sup>.

Dodatkowo warto zaznaczyć, że UK-REIT oraz IR-REIT mają przewidziany prawem trzyletni okres przejściowy na dostosowanie swojej struktury własnościowej do wymogów ustawowych, w którym to okresie uprawnione są do korzystania z preferencyjnych zasad opodatkowania. Regulacje funkcjonujące w Wielkiej Brytanii i Irlandii są więc odzwierciedleniem wskazanych nowelizacji amerykańskich, dokonanych na mocy *Tax Reform Act of 1986* oraz *Omniibus Budget Reconciliation Act of 1993*. Rozwiązania zapewniające wydłużony okres dostosowawczy należy ocenić jednoznacznie pozytywnie, w szczególności wychodząc z założenia, że podmioty działające w modelu REIT z założenia są kierowane do szerokiego grona inwestorów indywidualnych i powinny mieć odpowiedni czas pozwalający na spełnienie wymogów ustawowych. Równie korzystną z punktu widzenia podmiotów typu REIT jest możliwość ominięcia wybranych ograniczeń własnościowych, dzięki preferencyjnemu traktowaniu inwestorów instytucjonalnych gwarantujących pośredni udział wystarczającej liczby mniejszych inwestorów.

Balansowanie pomiędzy zapewnieniem struktury własnościowej dostępnej w odpowiednim stopniu dla akcjonariuszy indywidualnych, z jednoczesnym zapewnieniem dopływu znacznego kapitału od dużych podmiotów instytucjonalnych, jest więc w tym przypadku zasadniczym problemem. Przykładem państwa, w którym przepisy przewidują wyraźny nacisk na konieczność uczestnictwa dużych inwestorów instytucjonalnych jest Bułgaria. W momencie zawiązywania SPIC liczba założycieli nie może przekroczyć pięćdziesięciu osób fizycznych lub prawnych, a udział co najmniej jednego inwestora instytucjonalnego jest wymagany<sup>858</sup>. Definicję inwestorów instytucjonalnych, których udział w tworzeniu SPIC jest obowiązkowy, zawiera bułgarska ustawa o ofercie publicznej papierów wartościowych, zgodnie z którą zaliczają się do nich m.in., banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne czy zakłady ubezpieczeń<sup>859</sup>. Ponadto przepisy wymagają, aby inwestorzy instytucjonalni objęli nie mniej niż 30% akcji nowo utworzonego

---

<sup>857</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT ...*, s. 190.

<sup>858</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 6 ust. 1.

<sup>859</sup> K. Valcheva, *REITs: The Bulgarian Perspective*, [w:] *Real estate investment trusts in Europe. Evolution, regulation, and opportunities for growth*, red. R. Sotelo, S. McGreal, Berlin 2013, s. 197.

SPIC. Uzasadnieniem udziału inwestorów instytucjonalnych w procesie zakładania SPIC są pośrednie gwarancje zabezpieczenia interesów mniejszych akcjonariuszy, wnikające z udziału podmiotów wyspecjalizowanych, posiadających doświadczenie w działalności na rynku finansowym<sup>860</sup>. Powyższe rozwiązanie umożliwia więc łatwiejsze wypełnienie wymogów kapitałowych przewidzianych przez prawo oraz wzmacnia poziom profesjonalizmu w ramach sprawowania nadzoru właścicielskiego nad działalnością SPIC.

Przenosząc rozważania na grunt krajowych projektów ustawodawczych, można dostrzec konsekwentne podejście projektodawcy negujące konieczność wprowadzenia szczególnych wymogów w zakresie struktury własnościowej. W przypadku wszystkich dotychczasowych projektów, porzeczano w tym zakresie na pośrednim zapewnieniu rozproszenia akcjonariatu, poprzez obowiązek dopuszczenia akcji do obrotu w ramach obrotu zorganizowanego<sup>861</sup>. Projekt SRWN I przewidywał konieczność dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej<sup>862</sup>. Projekt SRWN II oraz projekt FINN niejako podnosiły rangę tego obowiązku doprecyzowując, że dopuszczenie akcji do obrotu powinno odbywać się w ramach rynku oficjalnych notowań<sup>863</sup>. Zgodnie z definicją zawartą w przepisie art. 16 ust. 2 u.o.i.f. rynek oficjalnych notowań stanowi wyodrębnioną część rynku regulowanego, spełniająca dodatkowe wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Charakterystyką tego rynku są więc podwyższone standardy, które emitenci oraz proponowane przez nich walory są obowiązani spełniać<sup>864</sup>. Normatywnym wyrazem zwiększonych kryteriów jest w tym przypadku rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku, wydane na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 17 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f.

Jednym z kluczowych wymogów przewidzianych w rozporządzeniu, które gwarantować musi rynek oficjalnych notowań, jest istnienie w dacie złożenia wniosku o dopuszczenie do obrotu giełdowego rozproszenia akcji zapewniającego płynność obrotu<sup>865</sup>.

---

<sup>860</sup> *Ibidem*, s. 197.

<sup>861</sup> Zgodnie z art. 3 pkt 9 u.o.i.f., przez obrót zorganizowany rozumie się obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w ASO.

<sup>862</sup> Art. 2 ust. 1 pkt 3 projektu SRWN I.

<sup>863</sup> Art. 2 ust. 1 projektu SRWN II; Art. 3 pkt 2 projektu FINN.

<sup>864</sup> M. Lasota, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 342.

<sup>865</sup> § 1 ust. 1 pkt 5 rozp. RON.

Rozproszenie akcji uznaje się za wystarczające, jeżeli w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów znajduje się co najmniej 25% akcji spółki objętych wnioskiem lub co najmniej 500 tys. akcji spółki o łącznej wartości wynoszącej co najmniej równowartość w złotych 17 mln euro<sup>866</sup>.

W trakcie prac nad projektem SRWN I przedstawiciele KDPW, KNF oraz NBP podkreślali zasadność uwzględnienia w projektowanych przepisach, regulacji odpowiadających tym znanym z innych państw europejskich, m.in. uregulowanie w sposób szczególny minimalnego poziomu *free float*, wyznaczenie minimalnej liczby akcjonariuszy, czy maksymalnego poziomu koncentracji<sup>867</sup>. Wszystkie powyższe propozycje podnoszono w obawie przed zniweczeniem jednego z głównych założeń projektu, jakim było zwiększenie zaangażowania krajowego kapitału na rynku nieruchomości, pochodzącego w szczególności od inwestorów detalicznych. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych w swoich uwagach do projektu zalecał również rozważenie ustawowego określenia maksymalnej ceny emisyjnej akcji SRWN oferowanych w ramach oferty publicznej, w połączeniu z maksymalną liczną akcji na jaką mógł zapisać się pojedynczy inwestor<sup>868</sup>. Zabieg ten nakierowany był na ukrócenie możliwości manipulowania ceną emisyjną akcji w sposób prowadzący do zmniejszenia ich dostępności dla mniejszych akcjonariuszy.

Pomimo szeregu krytycznych uwag, w projekcie FINN zdecydowano się wyłącznie na wspomniane „podwyższenie standardu” polegające na obowiązku dopuszczenia akcji spółki do obrotu na rynku oficjalnych notowań. Uwagi zgłaszane w ramach konsultacji projektu oraz procesu opiniowania nie straciły na aktualności, wskazując na konieczność szczególnego uregulowania norm dotyczących kształtowania struktury własnościowej FINN. Ministerstwo Finansów odpierało wnioski o zmianę koncepcji w tym zakresie, zasłaniając się potencjalnym problemem pozyskania od rozdrobnionego akcjonariatu kapitału zakładowego umożliwiającego utworzenie FINN<sup>869</sup>. Wprowadzenie podwyższonego poziomu *free float* czy ograniczenie maksymalnego poziomu koncentracji kapitału w rękach jednego akcjonariusza, poczytywano jako zagrożenie dla powstania projektowanego sektora oraz czynnik blokujący korzystanie z przewidzianych rozwiązań przez już funkcjonujące na rynku podmioty<sup>870</sup>. Stanowisko to należy ocenić jako diametralnie sprzeczne z jednym z głównych założeń projektu ustawy, tj. aktywizacją inwestorów

---

<sup>866</sup> § 1 ust. 2 rozp. RON.

<sup>867</sup> Zestawienie uwag do projektu SRWN I, s. 5 i nast.

<sup>868</sup> *Ibidem*, s. 5 i nast.

<sup>869</sup> Raport z opiniowania projektu FINN, s. 4.

<sup>870</sup> *Ibidem*, s. 4.

indywidualnych. Wydaje się, że brak podwyższenia poziomu akcji w wolnym obrocie powyżej wynikającego z rozp. RON, progę 25% oraz brak ograniczeń w koncentracji kapitału, doprowadziłby do efektu odwrotnego od zamierzonego i dominacji inwestorów instytucjonalnych. Powoływanie się na możliwe trudności w zgromadzeniu kapitału zakładowego, w świetle uwag dotyczących jego nadmiernej wysokości poczynionych w rozdziale drugim<sup>871</sup>, należy pożytywać jako kolejny argument przemawiający za jego obniżeniem, niż przesłankę do wyeliminowania norm zapewniających większy udział inwestorów indywidualnych.

Odejście od wprowadzenia bardziej restrykcyjnych zasad dotyczących struktury własnościowej, w dłuższym okresie może doprowadzić do instrumentalnego wykorzystania preferencyjnego statusu podatkowego przez dużych inwestorów instytucjonalnych. Idąc za wzorem IR-REIT oraz UK-REIT należy rozważyć podwyższenie minimalnego poziomu akcji pozostających w wolnym obiegu do 35%. W porównaniu z obecnym poziomem *free float* wynikającym z rozp. RON nie jest to zmiana diametralna, jednak mogąca pozytywnie oddziaływać na aktywizację mniejszych inwestorów. Z pola widzenia nie można tracić także regulacji nakierowanych na ograniczenie nadmiernej koncentracji praw własnościowych w rękach jednego podmiotu. Zgodnie z zestawieniem dokonanym w Tabeli nr 9., w ośmiu przedstawionych przypadkach obowiązuje pewna forma ograniczenia koncentracji. Najszersze restrykcje w tej materii obowiązują w Niemczech, Finlandii, Wielkiej Brytanii, Irlandii oraz na Węgrzech, gdzie maksymalny poziom koncentracji wynosi 10% kapitału zakładowego lub praw głosu na walnym zgromadzeniu. W zależności od poszczególnego podmiotu typu REIT, ograniczenie to może odnosić się do wszystkich kategorii akcjonariuszy (np. Niemcy, Finlandia), bądź tylko do inwestorów instytucjonalnych (np. Wielka Brytania, Irlandia, Węgry)<sup>872</sup>. Prawne ograniczenie nadmiernej koncentracji struktury własnościowej jest więc zabiegiem powszechnym w europejskich regulacjach realizujących postulaty modelu REIT.

Poszukując punktów odniesienia w prawie krajowym, można natrafić na administracyjnoprawne ograniczenia dotyczące struktury własnościowej przedsiębiorstw, będące wyrazem przeświadczenia, że w określonych warunkach koncentracja własności może powodować negatywne skutki dla bezpieczeństwa konkretnego podmiotu lub ogółu

---

<sup>871</sup> Por. uwagi przedstawione na s. 102.

<sup>872</sup> W przypadku UK-REIT i IR-REIT, podobnie jak w przypadku Finlandii, przekroczenie progę 10% udziału w kapitale zakładowym, skutkuje zastosowaniem zwwyżki podatkowej w stosunku do dywidendy wynikającej z akcji posiadanych w nadmiarze.

gospodarki. Jednym z podstawowych aktów normatywnych w tym zakresie jest ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów<sup>873</sup>, nakładająca obowiązki w zakresie zgłoszenia zamiaru koncentracji łączących się przedsiębiorców oraz uzyskania zgody w formie decyzji administracyjnej Prezesa UOKiK na dokonanie koncentracji, w wyniku której konkurencja na rynku nie zostanie istotnie ograniczona<sup>874</sup>. Podstawą aksjologiczną wprowadzonych ograniczeń jest ochrona konkurencji występującej między działającymi na rynku przedsiębiorcami, która stanowi mechanizm wpływający na ekonomiczny dobrobyt konsumentów oraz przeciwdziałanie powstawaniu monopolu<sup>875</sup>. W odróżnieniu od przedstawionych norm dotyczących struktury własnościowej podmiotów typu REIT, kontrola koncentracji własności w przypadku prawa antymonopolowego ma wymiar wysoce indywidualny oraz incydentalny. Decyzja o udzieleniu bądź odmowie udzielenia zgody na dokonanie koncentracji, każdorazowo poprzedzona jest analizą konkretnych okoliczności pozwalających stwierdzić czy może dojść do istotnego ograniczenia konkurencji na rynku, zwłaszcza poprzez powstanie lub umocnienie pozycji dominującej<sup>876</sup>.

Bliższe rozwiązaniom znanym z europejskich regulacji dotyczących działalności podmiotów typu REIT, choć również wynikającym z innego *ratio legis*, są przepisy dotyczące możliwości sprzeciwienia się przez KNF nabyciu lub objęciu akcji lub praw z akcji lub co do stania się podmiotem dominującym banku krajowego. Zgodnie z przepisem art. 25 ust. 1 u.p.b. pomiot, który zamierza, bezpośrednio lub pośrednio, nabyć albo objąć akcje lub prawa z akcji banku krajowego w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio 10%, 20%, jednej trzeciej, 50% ogólnej liczby głosów na walnym

---

<sup>873</sup> Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1714).

<sup>874</sup> Zgodnie z art. 13 ust. 1 u.o.k.k. Zamiar koncentracji podlega zgłoszeniu Prezesowi Urzędu, jeżeli: 1) łączny światowy obrót przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 1 mld euro lub 2) łączny obrót na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 50 mln euro.

<sup>875</sup> P.W. Wroniecki, *Administracyjnoprawne uwarunkowania przeobrażeń własnościowych wybranych kategorii podmiotów gospodarczych* [w:] *Prawo administracyjne i gospodarze a sytuacja przedsiębiorcy na rynku polskim*, red. M. Górski, K. Zapała, Kielce 2014, s. 36; R. Molski, [w:] *Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę*, red. A. Powałowski, Warszawa 2016, Legalis; K. Kohutek, *Aksjologia publicznego prawa konkurencji*, [w:] *Aksjologia publicznego prawa gospodarczego*, red. A. Powałowski, Warszawa 2022, Legalis.

<sup>876</sup> Zgodnie z definicją przedstawioną w art. 4 pkt 10 u.o.k.k., przez pozycję dominującą rozumie się pozycję przedsiębiorcy, która umożliwia mu zapobieganie skutecznej konkurencji na rynku właściwym przez stworzenie mu możliwości działania w znacznym zakresie niezależnie od konkurentów oraz konsumentów: domniemywa się, że przedsiębiorca ma pozycję dominującą, jeżeli jego udział w rynku właściwym przekracza 40%. Artykuł 19 ust. 1 i 2 u.o.k.k., umożliwia nałożenie obowiązku lub przyjęcie zobowiązania przedsiębiorcy zamierzającego dokonać koncentracji, mające ograniczać jej negatywne skutki lub umocnienie pozycji dominującej na rynku.

zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, jest obowiązany każdorazowo zawiadomić KNF o zamiarze ich nabycia lub objęcia<sup>877</sup>. Komisja Nadzoru Finansowego jest uprawniona do zgłoszenia, w drodze decyzji, sprzeciwu co do nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji lub co do stania się podmiotem dominujący banku krajowego, jeżeli jest to uzasadnione potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania bankiem krajowym, z uwagi na możliwy wpływ podmiotu składającego zawiadomienie na funkcjonowanie banku krajowego lub z uwagi na ocenę sytuacji finansowej podmiotu składającego zawiadomienie<sup>878</sup>. Przy ocenie istnienia wskazanej wyżej przesłanki, KNF bada m.in.: czy podmiot składający zawiadomienie daje rękojmię wykonywania swoich praw i obowiązków w sposób należyte zabezpieczający interesy klientów banku oraz bezpieczeństwo zgromadzonych środków; spełnianie wymogów ustawowych przez osoby przewidziane do objęcia stanowisk członków zarządu i rady nadzorczej; kondycję finansową podmiotu składającego zawiadomienie oraz wpływ realizacji planów inwestycyjnych na przyszłą sytuację finansową składającego zawiadomienie i banku krajowego; zapewnienie przestrzegania przez bank krajowy wymogów ostrożnościowych<sup>879</sup>.

Uzasadnieniem wprowadzenia norm uprawniających KNF do wydania sprzeciwu jest uzupełnienie i przedłużenie funkcji licencyjnej, umożliwiające zapobieżenie przejmowaniu kompetencji banku przez podmioty o niesprawdzonej bądź wątpliwej reputacji, stanowiące potencjalne zagrożenie dla bezpieczeństwa systemu bankowego i interesów klientów banku<sup>880</sup>. Kontrola kapitału założycielskiego oraz podmiotów zaangażowanych w prowadzenie działalności bankowej, jest więc w tym przypadku rozciągnięta w czasie i obejmuje późniejsze zmiany w jego strukturze właścicielskiej, mające na celu zapewnienie zachowania wymogów w toku całej działalności banku<sup>881</sup>. W opisanym instrumencie sprzeciwu można również dopatrywać się funkcji antymonopolowej wynikającej z badania przez KNF możliwości powstania stosunku dominacji wobec banku krajowego<sup>882</sup>.

---

<sup>877</sup> Obowiązek ten dotyczy również podmiotu, który zamierza, bezpośrednio lub pośrednio, stać się podmiotem dominującym banku krajowego w sposób inny niż przez nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji.

<sup>878</sup> Pozostałe podstawy zgłoszenia sprzeciwu przez KNF wskazane w art. 25h ust. 1 u.p.b., dotyczą uchybień formalnych związanych z nieuzupełnieniem braków lub nieprzekazaniem informacji w wyznaczonym terminie.

<sup>879</sup> Art. 25h ust. 2 u.p.b.

<sup>880</sup> W. Skorosz, [w:] *Prawo rynku finansowego. Prawo bankowe. Komentarz, Tom XI*, red. J. Dybiński, Warszawa 2025, s. 524.

<sup>881</sup> E. Fojcik-Mastalska, [w:] *Prawo bankowe. Komentarz*, red. E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 1998, s. 54.

<sup>882</sup> E. Małecka, *Prawoadministracyjne instrumenty antymonopolowe przysługujące Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie sektora bankowego. Wybrane Zagadnienia*, [w:] *Rynek usług finansowych*:

Tożsame obowiązki notyfikacyjne oraz uprawnienia KNF do wydania decyzji obejmującej sprzeciw co do nabycia albo objęcia akcji występują w przypadku innych podmiotów działających na rynku finansowym m.in. towarzystw funduszy inwestycyjnych, domów maklerskich, zakładów ubezpieczeń czy zakładów reasekuracji<sup>883</sup>. Wspólną podstawą wprowadzenia powyższych regulacji był obowiązek implementacji przepisów dyrektywy 2007/44/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego<sup>884</sup>. Identyfikacyjny pozostaje zatem ogólny cel wskazanej regulacji, będącej formą nadzoru ostrożnościowego wyrażającego się w kontroli struktury własnościowej podmiotów rynku finansowego<sup>885</sup>.

Obowiązek sygnalizowania zmian zachodzących w strukturze własnościowej dotyczy również wszystkich spółek publicznych. Zgodnie z art. 69 ust. 1 u.o.p.s.p., każdy kto osiągnął lub przekroczył określony w ustawie procent ogólnej liczby głosów w spółce publicznej albo ów określony procent posiadał, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio te same lub niższe udziały procentowe w ogólnej liczbie głosów, jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym KNF oraz spółkę prowadzącą rynek regulowany będący miejscem notowań<sup>886</sup>. Innym wyrazem ingerencji prawodawcy w kształtowanie struktury własnościowej spółek publicznych jest przewidziane w art 73 ust. 1 u.o.p.s.p., wezwanie obowiązkowe. W przypadku przekroczenia progu 50%

---

*inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych – między teorią a praktyką*, red. J. Olszewski, Warszawa 2020, s. 113.

<sup>883</sup> Por. art. 82 u.d.u.r.; Por art. 106 u.o.i.f.

<sup>884</sup> Dyrektywa 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniająca dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego (Dz. U. UE. L. z 2007 r. nr 247, s. 1).

<sup>885</sup> J. Sarkowicz, *Komentarz do art. 54 u.f.i.*, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, red. K. Osajda, J. Dybiński, Warszawa 2023, Legalis; I. Józwiak, *Obowiązek notyfikacji w przypadku zamiaru nabycia lub objęcia akcji lub praw do akcji lub stania się podmiotem dominującym domu maklerskiego*, [w:] *Kształtowanie się spółki akcyjnej a doświadczenia polskie*, red. M. Michalski, Warszawa 2020, s. 277.

<sup>886</sup> Obowiązek ten dotyczy osób, które osiągnęły lub przekroczyły 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33½%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej albo posiadały co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33½%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnęły odpowiednio 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33½%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów. Ponadto, zgodnie z art. 69 ust. 2 u.o.p.s.p. Obowiązek dokonania powyższego zawiadomienia, powstaje również w przypadku zmiany dotychczas posiadanej udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o co najmniej: 2 % ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań; 5 %ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na innym rynku regulowanym lub wprowadzone do ASO. W przypadku zmiany dotychczasowego udziału ponad 33% ogólnej liczby głosów, zawiadomienia należy dokonać, jeżeli wzrost nastąpił o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów.

ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, akcjonariusz lub podmiot, który pośrednio nabył akcje, jest obowiązany, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia tego progu, do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki<sup>887</sup>.

W przypadku przytoczonych wymogów wynikających z ustawy o ofercie publicznej, prawo nie przewiduje środków nadzorczych, takich jak omówiony wcześniej sprzeciw KNF co do nabycia lub objęcia akcji. Inaczej niż w przypadku banków czy towarzystw funduszy inwestycyjnych, zawiadomienie wynikające ze zmian własnościowych w pozostałych spółkach publicznych jest dokonywane *ex post*. Sankcje za naruszenie obowiązku notyfikacji lub wezwania do wykupu akcji sprowadzają się do ograniczenia akcjonariuszowi możliwości wykonywania prawa głosu z tych akcji oraz uprawnienia KNF do nałożenia administracyjnej kary pieniężnej<sup>888</sup>.

Celem obowiązków notyfikacyjnych określonych w przepisach art. 69 i nast. u.o.p.s.p., jest zapewnienie odpowiedniego poziomu przejrzystości danych dotyczących struktury własnościowej spółki, pozwalających antycypować kierunek, w którym mogą one postępować oraz ich potencjalny wpływ na kondycję finansową i rentowność spółki<sup>889</sup>. Z kolei *ratio legis* obowiązkowego ogłoszenia wezwania, wynikającego z art. 73 ust. 1 i nast. u.o.p.s.p., jest związane z potrzebą zapewnienia akcjonariuszom mniejszościowym możliwości wystąpienia lub ograniczenia ich zaangażowania kapitałowego, w momencie, w którym stwierdzą, że zwiększenie poziomu dominacji innego podmiotu wpłynie negatywnie na korzystność z ich inwestycji<sup>890</sup>.

---

<sup>887</sup> Wprowadzenie do ustawy o ofercie publicznej przepisów dotyczących wezwań majoryzacyjnych związane było z implementacją dyrektyw 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. U. UE. L. z 2004 r. nr 142, s. 12 z późn. zm.). W wyniku nowelizacji ustawy, która weszła w życie 30 maja 2022 r., próg kontrolny zobowiązujący do ogłoszenia wezwania zmniejszył się z 66% do 50% ogółu głosów w spółce publicznej; M. Śliwa-Wajda, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom II*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 229.

<sup>888</sup> Por. art 89 u.o.p.s.p.; Na podstawie art. 97 ust. 1 pkt 5 u.o.p.s.p., w przypadku nieogłoszenia lub nieprzeprowadzenia wezwania, o którym mowa w art 73 ust. 1 i 2, KNF może w drodze decyzji nałożyć karę pieniężną do wysokości 10 mln zł. W przypadku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych przewidzianych w art. 69 u.o.p.s.p. i nast., KNF nakłada karę do wysokości 1 mln złotych (osoby fizyczne) oraz w wysokości do 5 mln złotych (w przypadku innych podmiotów).

<sup>889</sup> K. Borkowska, S. Jakszuk, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom II*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 207; J. Szewczyk, *Obowiązki notyfikacyjne związane z obrotem instrumentami finansowymi*, „Monitor Prawa Handlowego” 2021, nr 2, s. 6; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/109/WE z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. U. UE. L. z 2004 nr 390, s. 38 z późn. zm.), Preambuła, pkt 2.

<sup>890</sup> M. Śliwa-Wajda, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom II*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, s. 226; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/25/WE

Powracając do proponowanego kształtu regulacji dotyczącej struktury własnościowej krajowych podmiotów typu REIT, należy stwierdzić, że ogólne wymogi w zakresie minimalnego rozproszenia akcji wynikające z obowiązku dopuszczenia do obrotu na rynku oficjalnych notowań, a także wymogi w zakresie notyfikacji i wezwania obowiązkowego właściwe dla spółek publicznych, mogą okazać się niewystarczające i w konsekwencji wiązać się z wypaczeniem podstawowych założeń projektodawcy. Jak wskazano na początku podrozdziału, podstawową wartością stojącą u podstaw wprowadzenia ograniczeń w zakresie struktury własnościowej REIT, było uniemożliwienie wykorzystania tego modelu wyłącznie do celów optymalizacji podatkowej. Wydaje się więc, że brak dodatkowych ograniczeń w zakresie maksymalnego poziomu koncentracji i poprzestanie wyłącznie na obowiązkach notyfikacyjnych wynikających z ustawy o ofercie publicznej nie będzie dostatecznie zabezpieczać przed nadużyciami. Biorąc pod uwagę obecny minimalny poziom akcji w wolnym obrocie wymagany na rynku oficjalnych notowań, koncentracja własności w rękach jednego podmiotu będzie mogła sięgnąć 75% ogółu akcji.

Zapewnienie właściwego dostępu do korzyści płynących z preferencyjnych zasad opodatkowania, ochrona przed instrumentalnym wykorzystaniem modelu REIT oraz realizacja postulatów związanych z aktywizacją i promocją inwestycji kapitałowych wśród akcjonariuszy indywidualnych, zdają się być wystarczającą argumentacją przemawiającą za wprowadzeniem szczególnych wymogów w zakresie struktury własnościowej w ramach rozwiązań krajowych. Omówiona szerzej w rozdziale drugim, nie w pełni uzasadniona koncepcja włączenia FINN w system nadzoru nad rynkiem finansowy oraz charakter działalności tych podmiotów, prowadzą do wniosku, że nie jest wymagane stosowanie tak restrykcyjnych środków nadzorczych ograniczających możliwość koncentracji własności, jak w przypadku banków lub innych podmiotów rynku finansowego.

Należy zatem rozważyć skorzystanie z rozwiązań sprawdzonych i funkcjonujących powszechnie w prawodawstwie państw europejskich. Głównym argumentem przeciwko wprowadzeniu maksymalnego poziomu posiadanych akcji nie może być prezentowana przez projektodawcę obawa o zgromadzenie środków wystarczających na pokrycie kapitału zakładowego. Ponownie poza krytycznymi uwagami co do jego nadmiernej wysokości, postulatem powinno być wprowadzenie odpowiedniego okresu przejściowego, w którym podmiot warunkowo korzystałby ze szczególnego statusu rynkowego, mając

---

z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. U. UE. L. z 2004 r. nr 142, s. 12 z późn. zm.), Preambuła, pkt 9.

czas na zgromadzenie wymaganego kapitału oraz odpowiednie rozproszenie struktury własnościowej.

#### 4.4. Ograniczenia dotyczące finansowania dłużnego

Zagadnienia związane z prawnym ograniczeniem poziomu finansowania dłużnego są charakterystyczne dla europejskich podmiotów typu REIT. Pomimo, że w pracy regulacje dotyczące tej sfery nie zostały uznane za cechy obligatoryjne charakteryzujące model REIT, wymagają chociaż krótkiego omówienia z uwagi na ich istotny wpływ na finansowanie działalności tych podmiotów. Co istotne, normatywne uregulowanie maksymalnego poziomu zadłużania nie występuje w przypadku amerykańskich REIT, będących wzorcem przenoszonym do innych porządków prawnych. Preferowana przez ustawodawcę wewnętrzna struktura finansowa tych przedsiębiorstw jest więc istotną ingerencją wpływającą na podejmowanie decyzji biznesowych. W literaturze poświęconej gospodarce finansowej podmiotów typu REIT w odniesieniu do poziomu wykorzystania kapitałów obcych powszechnie używa się określenia dźwigni (*leverage*)<sup>891</sup>.

Literatura z dziedziny nauk o ekonomii obfituje w definicje dźwigni finansowej<sup>892</sup>. Na potrzeby pracy wystarczy wyjaśnić, że pojęcie to w znaczeniu najbardziej ogólnym jest używane w odniesieniu do gospodarki finansowej przedsiębiorstwa oraz określa relację długu do kapitałów własnych<sup>893</sup>. W ujęciu mniej statycznym, biorącym za punkt wyjścia profity płynące z zastosowania finansowania dłużnego, dźwignię finansową można rozumieć również jako korzyści dla przedsiębiorstwa wynikające z efektywnego wykorzystania kapitałów obcych<sup>894</sup>. Dźwignia finansowa (*leverage ratio*) oraz ryzyko nadmiernej dźwigni (*risk of excessive leverage*) są również pojęciami występującym w języku prawnym. Posługuję się nimi m.in. prawodawca unijny w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r.<sup>895</sup>, skąd pojęcie to

---

<sup>891</sup> Zob. E. Giacomini, D.C. Ling, A. Naranjo, *REIT leverage and return performance: keep your eye on the target*, „Real Estate Economics” 2017, vol. 45, s. 930 i nast.; Z. Feng, C. Ghosh, C.F. Sirmans, *On the capital structure of real estate investment trusts (REITs)*, „The Journal of Real Estate Finance and Economics” 2007, vol. 34, s. 81 i nast.

<sup>892</sup> Zob. T. Berent, *Ogólna teoria dźwigni finansowej*, Warszawa 2013, s. 25 i nast.; A. Żwirbła, *Dźwignia finansowa – próba krytyki oraz syntezy poglądów (artykuł dyskusyjny)*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2007, nr 97, s. 195 i nast.

<sup>893</sup> T. Berent, *Ogólna teoria...*, s. 25.

<sup>894</sup> L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Warszawa 1999, s. 115.

<sup>895</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. nr 176, s. 1 z późn. zm.).

przeniesione zostało do ustawodawstwa krajowego<sup>896</sup>. Zgodnie z art. 128 ust. 2a u.p.b., bank przeciwdziałła ryzyku nadmiernej dźwigni, uwzględniając potencjalny wzrost tego ryzyka spowodowany obniżeniem funduszy własnych w związku z oczekiwanymi lub zrealizowanymi stratami. Ograniczenie poziomu dźwigni jest więc jedną z norm ostrożnościowych nakierowanych na zachowanie prawidłowej gospodarki finansowej banków.

Powszechności norm ograniczających poziom finansowania dłużnego w regulacjach europejskich, należy upatrywać w idei zakładającej maksymalizację ochrony akcjonariuszy przed nieroztropną polityką zadłużania, mogącą w efekcie skutkować upadłością i utratą środków powierzonych przez inwestorów. Wydaje się, że podejście przewidujące kolejną barierę chroniącą zaangażowane środki inwestorów należy bezsprzecznie pochwalić, jednak zagłębiając się w poszczególne aspekty działalności podmiotów typu REIT można znaleźć argumenty negujące takie ograniczenia.

W pierwszej kolejności zmienny jest brak ograniczeń finansowania dłużnego w przypadku amerykańskich REIT. Jak wskazuje R. Papież, możliwość wykorzystania dźwigni finansowej jest istotnym elementem procesu inwestycyjnego dla tego typu podmiotów, pozwalającym uzupełnić niewystarczający dla dokonania inwestycji kapitał<sup>897</sup>. Autorka wskazuje, że informacja o strategii inwestycyjnej spółki powinna być ujawniona np. w prospekcie emisyjnym, a ostateczna decyzja i ocena poziomu ryzyka związana z lokowaniem środków w REIT stosujący dźwignię finansową (*leveraged REIT*), bądź z niej niekorzystający lub czyniący to jedynie w niewielkim stopniu (*unleveraged REIT*), każdorazowo należeć powinna do inwestora<sup>898</sup>. Restrykcyjne ograniczenia w zakresie pozyskiwania finansowania dłużnego, w powiązaniu z wymogiem obowiązkowej wypłaty znaczącej części wypracowanego zysku powodują również, że głównym źródłem pozyskiwania środków na dalszy rozwój jest rynek kapitałowy<sup>899</sup>. Takie podejście wpisuje się w omawianą w poprzednim podrozdziale ideę pozyskiwania środków w ramach oferty nabycia akcji skierowanej do szerokiego grona potencjalnych inwestorów, jednak naraża podmioty typu REIT na ryzyko niedoborów kapitałowych. Uzasadnienia wprowadzenia ograniczeń w poziomie dźwigni finansowej trudno upatrywać również w fakcie przyznania tym podmiotom preferencji podatkowych. Prowadzi to do sytuacji, w której w założeniu ustawodawcy spółka ani jej akcjonariusze nie potrzebowali zwiększonej ochrony

---

<sup>896</sup> Art. 128 i art. 133a u.p.b.

<sup>897</sup> R. Papież, *Real Estate...*, s. 29.

<sup>898</sup> *Ibidem...*, s. 29.

<sup>899</sup> P. Eichholtz, N. Kok, *The EU REIT...*, s. 40.

przed nadmiernym zadłużeniem przed uzyskaniem możliwości prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT, jednak ochrona ta jest konieczna w dalszym etapie prowadzenia działalności, pomimo szeregu innych obowiązków bezpośrednio i pośrednio wpływających na zwiększenie bezpieczeństwa inwestorów, będących warunkiem dostępu do funkcjonowania w tym modelu<sup>900</sup>.

Pomimo wskazanych uwag, przegląd ustawodawstwa państw europejskich świadczy o powszechnym obowiązywaniu koncepcji nakierowanej na zapewnienie dodatkowych ograniczeń w zakresie maksymalnego poziomu finansowania dłużnego podmiotów typu REIT, co obrazuje Tabela nr 10.

**Tabela nr 10.** Maksymalny poziom finansowania dłużnego podmiotów typu REIT.

<b>Państwo</b>	<b>Maksymalny poziom finansowania dłużnego</b>
Holandia	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 60% całkowitej wartości posiadanych bezpośrednio lub pośrednio nieruchomości lub 20% całkowitej wartości wszystkich aktywów
Belgia	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 65% całkowitej wartości godziwej aktywów. Roczne koszty odsetkowe nie mogą przekroczyć 80% całkowitych przychodów z działalności operacyjnej i zysków kapitałowych
Grecja	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 75% całkowitej wartości aktywów
Francja	Brak ograniczeń
Bułgaria	Łączna wartość finansowania dłużnego w postaci pożyczek lub kredytów zaciągniętych na potrzeby spłaty wymagalnych odsetek nie może przekroczyć 20% całkowitej wartości aktywów
Niemcy	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 66,25%
Włochy	Brak konkretnego wymogu ustawowego. Maksymalny poziom finansowania dłużnego musi jednak określać statut spółki
Wielka Brytania	UK-REIT obowiązany jest utrzymywać wskaźnik stosunku zysku z nieruchomości w stosunku do kosztów finansowania na poziomie 1,25:1
Hiszpania	Brak ograniczeń
Finlandia	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 80% całkowitej wartości aktywów
Węgry	Łączna wartość finansowania dłużnego nie powinna przekraczać 65% całkowitej wartości aktywów.
Irlandia	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 50% całkowitej wartości aktywów. IR-REIT obowiązany jest utrzymywać wskaźnik stosunku zysku z nieruchomości w stosunku do kosztów finansowania na poziomie 1,25:1.
Portugalia	Łączna wartość finansowania dłużnego nie może przekroczyć 60% całkowitej wartości aktywów.

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie EPRA Global REIT Survey, PWC Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes oraz aktów prawnych wskazanych w bibliografii.

<sup>900</sup> *Ibidem...*, s. 40.

Analiza informacji wskazanych w Tabeli nr 10. wskazuje, że obecnie jedynie w trzech spośród trzynastu przedstawionych przykładów, nie funkcjonują ograniczenia w zakresie maksymalnego poziomu finansowania dłużnego podmiotów typu REIT. Do państw tych należą Hiszpania, Francja oraz Włochy. W przypadku francuskich SIIC zrezygnowano z wprowadzenia sztywnego limitu zadłużenia jednak zdecydowano się na pozostawienie ograniczeń podatkowych w zakresie zaliczania kosztów uzyskanego finansowania dłużnego do kosztów uzyskania przychodu w podatku dochodowym od osób prawnych, czyli tzw. niedostatecznej/cienkiej kapitalizacji (*thin capitalisation*)<sup>901</sup>. Stosowanie ograniczeń niedostatecznej kapitalizacji w stosunku do SIIC, które podlegają zwolnieniu przedmiotowemu obejmującemu dochody ze źródeł kwalifikowanych, nie ma jednak ogólnego celu zwiększenia dochodów podatkowych państwa, ale ochronę kwot przeznaczonych na wypłaty dla akcjonariuszy<sup>902</sup>. Podstawą wyliczenia kwot przeznaczonych na wypłatę dywidendy w przypadku francuskich SIIC jest dochód z działalności operacyjnej podlegający zwolnieniu podatkowemu<sup>903</sup>. Korzystanie z nieograniczonej możliwości pomniejszania dochodu poprzez zwiększanie możliwych do odliczenia kosztów finansowania dłużnego pozwalałoby pomniejszać podstawę wyliczenia obowiązkowej wypłaty i ograniczać poziom wypłaty na rzecz akcjonariuszy.

W przypadku włoskich SIIQ również nie zdecydowano się na wyrażenie w sposób bezpośredni limitu maksymalnego poziomu finansowania dłużnego. Dostrzegając jednak istotność tego czynnika dla funkcjonowania tych spółek oraz mając na względzie ochronę interesów akcjonariuszy prawo wymaga, aby informacja o dopuszczalnym poziomie zadłużenia znalazła się w statucie spółki. Brak wytycznych w zakresie tego poziomu pozostawia jego wyznaczenie do swobodnej dyspozycji założycieli, a każdorazowa decyzja o zaakceptowaniu przyjętego poziomu zadłużenia pozostaje po stronie potencjalnych akcjonariuszy.

Poza trzema wskazanymi przykładami w pozostałych państwach, które zdecydowały się na implementowanie modelu REIT, w szerszym bądź węższym zakresie funkcjonują ustawowe limity maksymalnego finansowania dłużnego. Najbardziej liberalnym

---

<sup>901</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 43; T. Juja, J. Krzeczek, *Niedostateczna kapitalizacja i jej wpływ na wysokość kosztów uzyskania przychodów*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2016, vol. 4, nr 4, s. 39.

<sup>902</sup> M. Sierpińska, B. Kulisa, *Koszty finansowania dłużnego w świetle nowych rozwiązań podatkowych*, „Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 514, s. 405 i nast.

<sup>903</sup> EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT...*, s. 46.

podejściem spośród tej grupy charakteryzuje się regulacja dotycząca funkcjonowania bułgarskich SPIC. Zgodnie z tamtejszymi przepisami, ograniczenie finansowania dłużnego dotyczy wyłącznie krótkoterminowych kredytów i pożyczek (na okres nieprzekraczający jednego roku) udzielanych w celu spłaty wymagalnych odsetek, które nie może przekroczyć 20% wartości bilansowej aktywów<sup>904</sup>. Poza tym ograniczeniem spółka ma nieskrępowaną możliwość kredytowania się dla potrzeb nabycia nieruchomości lub innych aktywów kwalifikowanych oraz emitowania dłużnych papierów wartościowych.

Analizując informacje przedstawione w Tabeli nr 10 można zauważyć, że mechanizm obowiązującego ograniczenia w głównej mierze polega na określeniu stosunku poziomu finansowania dłużnego (bez względu na źródło tego finansowania) do całkowitej wartości aktywów spółki, tj. tzw. wskaźnika LTV (*loan to value ratio*). Rozpiętość poziomu wspomnianego wskaźnika wynosi od 50% w przypadku IR-REIT, do 80% w odniesieniu do FIN-REIT. Państwem, w którym mechanizm ograniczenia finansowania dłużnego nie opiera się na wskaźniku LTV jest Wielka Brytania. W przypadku UK-REIT obowiązuje zasada, zgodnie z którą zyski z nieruchomości w odniesieniu do kosztów finansowania muszą pozostawać w stosunku 1,25 do 1. Wskaźnik ten określany jako FCR (*financing cost ratio*), w centralnym punkcie stawia procentowy stosunek korzyści wynikających z uzyskanego finansowania dłużnego. W przeciwieństwie do powiązania limitu zadłużenia z aktywami podmiotu, współczynnik FCR w sposób oczywisty wymaga od spółki zwrócenia większej uwagi na ogólną opłacalność podejmowanych inwestycji i przyszłe dochody istotnie wpływające na jego spełnienie. Co znaczące, nie ma przeciwwskazań do jednoczesnego zastosowania ograniczeń opartych na obu wskazanych współczynnikach. Rozwiązanie takie obowiązuje w odniesieniu do IR-REIT oraz belgijskich SIRP, z tą różnicą, że w przypadku SIRP odnosi się wyłącznie do maksymalnego poziomu kosztów odsetkowych do przychodów w stosunku rocznym, a nie do wszystkich kosztów finansowania.

Przenosząc powyższe uwagi na grunt krajowych projektów ustawodawczych, w pierwszej kolejności należy zauważyć koherencję proponowanych rozwiązań z ogólnym nurtem regulacyjnym obowiązującym w państwach europejskich. Dokonując przeglądu projektów zakładających implementację modelu REIT do polskiego porządku prawnego, zarysowuje się konsekwentna linia uwzględniająca potrzebę wprowadzenia maksymalnego poziomu finansowania dłużnego. Projekt SRWN I jako jeden

---

<sup>904</sup> Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego, artykuł 26 ust. 2 pkt 3.

z warunków, które była obowiązana spełnić spółka starająca się o przyznanie tego statusu wskazywał konieczność utrzymywania wartości bilansowej zobowiązań na poziomie nie przekraczającym 70% wartości bilansowej aktywów<sup>905</sup>. Druga wersja projektu ustawy o SRWN utrzymywała procentowy poziom stosunku finansowania dłużnego do wartości bilansowej aktywów na poziomie nie wyższym niż 70%, precyzując jednocześnie, że limit ten odnosi się do wartości bilansowej zobowiązań kredytowy lub pożyczkowych<sup>906</sup>. Ogólna konstrukcja art. 3 ust. 1 projektu SRWN II powodowała również konieczność ujawnienia informacji o przyjętym poziomie maksymalnego dopuszczalnego zadłużenia w statucie spółki.

Projekt FINN pozostawał w wyznaczonym wcześniej nurcie, wprowadzając jednak pewne odmienności będące wyrazem surowszego podejścia do dopuszczalnego poziomu finansowania dłużnego. Zgodnie z art. 7 ust. 1 pkt 4 projektu FINN, firma inwestująca w najem nieruchomości obowiązana była utrzymywać wartość nominalną zobowiązań wynikających z finansowania dłużnego, w tym z tytułu zaciągniętych kredytów, pożyczek lub emisji obligacji na poziomie nie wyższym niż 50% wartości bilansowej aktywów. Jak wynika z przytoczonych przepisów, krajowy projektodawca na potrzeby wyznaczenia maksymalnego poziomu finansowania dłużnego konsekwentnie korzystał z mechanizmu opartego o wskaźnik LTV. W przypadku regulacji zawartej w projekcie FINN poza zmianą dotyczącą elementu zadłużenia, tj. odwołania do wartości nominalnej zobowiązań, a nie jak w poprzednich projektach od ich wartości bilansowej, drastycznemu zmniejszeniu uległ jego dopuszczalny maksymalny poziom. Zmniejszenie o dwadzieścia punktów procentowych w stosunku do poprzednich projektów, było zmianą znaczącą i plasowało propozycje krajowe wśród najsurowszych rozwiązań obowiązujących w prawodawstwie porównywanych państw. Restrykcyjne zasady w omawianym zakresie zostały połączone z obowiązkiem przekazywania przez FINN, w trybie określonym w art. 56. ust. 1 u.o.p.s.p., nie później niż 60 dni od dnia zakończenia każdego kwartału roku obrotowego informacji związanych z prowadzoną działalnością, w tym bieżącego poziomu zobowiązań wynikających z finansowania dłużnego oraz ich udziału w wartości bilansowej aktywów<sup>907</sup>. Analiza proponowanych regulacji wskazuje więc na podejście charakteryzujące się maksymalizacją ochrony interesów inwestorów, zarówno

---

<sup>905</sup> Art. 2 ust. 1 pkt 6 projektu SRWN I.

<sup>906</sup> Art. 3 ust. 1 pkt 8 projektu SRWN II.

<sup>907</sup> Art. 16 ust. 1 pkt 4 projektu FINN.

w aspekcie utrzymania odpowiedniej kondycji finansowej spółki (minimalizacja ryzyka nadmiernego zadłużenia), jak i zapewnienia właściwej polityki informacyjnej.

Zaproponowane rozwiązania wydają się jednak nazbyt restrykcyjne, zarówno dokonując porównania ze średnim poziomem maksymalnego zadłużenia dotyczącego europejskich podmiotów typu REIT, jak i z podobnymi regulacjami krajowymi odnoszącymi się m.in. do FIZ. Biorąc pod uwagę te regulacje, w których funkcjonuje ograniczenie maksymalnego poziomu finansowania dłużnego oparte na wskaźniku LTV, w przybliżeniu wynosi on 65%. Z kolei zgodnie z art. 152 ust. 1 u.f.i., FIZ może zaciągać pożyczki i kredyty o łącznej wysokości nieprzekraczającej 75% wartości aktywów netto funduszu w chwili zawarcia umowy. Finansowanie to może zostać uzyskane wyłącznie w bankach krajowych, instytucjach kredytowych lub bankach zagranicznych. Ustawa stanowi również, że w przypadku, w którym statut przewiduje taką możliwość, a w FIZ działa zgromadzenie inwestorów, może on dokonywać emisji obligacji w wysokości nieprzekraczającej 15% wartości aktywów netto na dzień poprzedzający uchwały o emisji obligacji<sup>908</sup>. W przypadku wyemitowania przez FIZ obligacji, łączna wartość zadłużenia wynikająca z pożyczek, kredytów oraz emisji obligacji nie może przekraczać 75% wartości aktywów netto<sup>909</sup>.

Ponownie zastanawiające wydaje się odejście krajowego projektodawcy od rozwiązań utrwalonych nie tylko w ramach zagranicznych, ale również w ramach rodzimego porządku prawnego. Pokrywający się z katalogiem z art. 152 ust. 1 i 2 u.f.i., dopuszczalny katalog źródeł finansowania dłużnego FINN, a także szereg innych regulacji nakierowanych na ochronę zbiorowych interesów akcjonariusz, które zostały omówione w pracy, nie dają podstaw do wyznaczenia maksymalnego poziomu finansowania dłużnego, w sposób surowszy niż ma to miejsce w przypadku FIZ. Fakt nadmiernej restrykcyjności proponowanego ograniczenia pojawiał się również w procesie opiniowania projektu FINN, jako jedno z możliwych zagrożeń dla zapewnienia odpowiednich środków inwestycyjnych dla tych spółek<sup>910</sup>. Miałoby to szczególne znaczenie zwłaszcza w początkowym okresie działalności, w którym dopiero budowany jest portfel aktywów spółki, a zatem jeden z elementów bazowych koniecznych do określenia wskaźnika zadłużenia. Niepewność związana z pozyskiwaniem nowych środków inwestycyjnych na rynku

---

<sup>908</sup> Art. 152 ust. 2 u.f.i.

<sup>909</sup> Art. 152 ust. 3 u.f.i.

<sup>910</sup> Raport z konsultacji publicznych projektu FINN, s. 23.

kapitałowym, poprzez angażowanie nowych grup inwestorów powinna zostać zrównoważona odpowiednią do skali i rodzaju działalności polityką zadłużania.

#### 4.5. Uwagi końcowe

Wybrane cechy fakultatywne będące przedmiotem zainteresowania rozdziału, występujące w porównywanym prawodawstwie państw europejskich, nie stanowią źródła wyraźnych problemów interpretacyjnych. W przypadku tych cech, większe znaczenie odgrywa aksjologia leżąca u podstaw ich wprowadzenia, bądź rezygnacji z ich uwzględnienia w przepisach. Przyjęcie danego kierunku w regulacji omówionych zagadnień problemowych oraz określonego poziomu ciężaru tych obowiązków, może w sposób bezpośredni lub pośredni wpływać na sytuację podmiotów działających w modelu REIT oraz ich kondycję biznesową. Przedmiotem pracy nie jest ocena korzystności poszczególnych rozwiązań w ujęciu ekonomicznym, jednak dokonana analiza prawoporównawcza wskazuje na powszechność danych rozwiązań oraz pozwala stwierdzić, w których państwach, podmioty dążące do funkcjonowania w ramach modelu REIT muszą się liczyć ze zwiększonym wymiarem obowiązków.

Bezsprzecznie należy przyznać słuszność wartościom i założeniom leżącym u podstaw wprowadzenia szczególnych wymogów w zakresie dopuszczenia akcji podmiotów typu REIT do publicznego obrotu, zasad odpowiedniego rozproszenia własnościowego oraz ograniczeniom w zakresie poziomu dopuszczalnego finansowania dłużnego. Jak podkreślono w treści rozdziału, w przypadku obowiązku dopuszczenia akcji do publicznego obrotu oraz norm dotyczących struktury własnościowej, szczególne znaczenie odgrywa postulat zapewnienia równego dostępu do możliwości inwestowania z wykorzystaniem preferencyjnej podatkowo struktury, zarówno dla dużych, jak i mniejszych akcjonariuszy. Rozwiązania te ograniczają bowiem stosowanie modelu REIT wyłącznie jako środka optymalizacji podatkowej. Należy jednak podkreślić znaczenie odpowiedniego ukształtowania przepisów wprowadzających wskazane wymogi. Arbitralne wyznaczenie przez ustawodawcę rynku notowania akcji podmiotów typu REIT, jako rynku o najwyższych wymaganiach w stosunku do emitentów oraz oferowanych papierów wartościowych, powinno każdorazowo zostać poprzedzone refleksją w przedmiocie realnych możliwości ich spełnienia przez podmioty pretendujące do działania w tym modelu. Rozważenia w przypadku proponowanych regulacji krajowych wymaga więc podejście

zakładające szersze określenie dopuszczalnych rynków notowania akcji przyszłego odpowiednika podmiotów typu REIT, połączone z wprowadzeniem szczególnych rozwiązań w zakresie minimalnej liczby akcjonariuszy oraz maksymalnego poziomu koncentracji praw własnościowych. Powyższe umożliwiłoby większą swobodę decyzyjną w przedmiocie wyboru rynku, na którym dokonywany jest obrót akcjami podmiotu typu REIT, przy jednoczesnym zagwarantowaniu odpowiedniego rozproszenia akcjonariatu.

Istotnym mankamentem proponowanych regulacji krajowych, podobnie jak w przypadku wymogów omawianych w poprzednich częściach pracy, jest niechęć projektodawcy do zagwarantowania odpowiednich okresów przejściowych. Zarówno w przypadku obowiązku dopuszczenia akcji do publicznego obrotu, jak i zapewnienia pożądanej liczby akcjonariuszy, możliwość wcześniejszego, warunkowego skorzystania z przewidzianych rozwiązań podatkowych oraz sukcesywnego dostosowywania się do wymogów ustawowych, mogłoby stanowić dodatkową motywację dla potencjalnie zainteresowanych podmiotów. W przeciwnym razie powstaje zagrożenie, że przyjęte regulacje byłyby wykorzystywane wyłącznie przez duże podmioty, dla których spełnienie wymogów już na początkowym etapie działalności nie stanowiłoby problemu.

Odnosząc się do wymogów związanych z wyznaczeniem maksymalnego poziomu finansowania dłużnego, także należy zgodzić się z motywami leżącymi u podstaw jego wprowadzenia. Idea będąca jedną z podstaw modelu REIT, dotycząca możliwie dużego zaangażowania kapitałowego mniejszych inwestorów, wymaga wprowadzenia limitów zabezpieczających przed nieograniczonym i niewspółmiernym zadłużaniem się spółki. W sposób znaczący ogranicza to ryzyko nadużyć oraz chroni akcjonariuszy mogących nie posiadać wiedzy wystarczającej do przeprowadzenia krytycznej analizy sprawozdań finansowych spółki oraz dokonania właściwej oceny jej sytuacji. Podejście to wymaga jednak odpowiedniego wyważenia, tak aby wprowadzane wymogi nie stanowiły nadmiernej przeszkody w pozyskiwaniu kapitału na dalsze inwestycje. Powyższe czyni zasadnym postulat zwiększenia maksymalnego poziomu finansowania dłużnego do wartości obowiązujących w porównywanym prawodawstwie państw europejskich oraz do wymogów występujących w porządku krajowym, np. w odniesieniu do FIZ.

## ZAKOŃCZENIE

Ukształtowana w latach sześćdziesiątych XX wieku regulacja amerykańska, określająca zasady funkcjonowania REIT oraz wyznaczony przez nią model lokowania środków na rynku nieruchomości, na stałe wpisał się w globalny krajobraz świata inwestycji. Ogólna koncepcja działalności, zakładająca połączenie stałych, pasywnych zysków osiągniętych z wynajmu lub sprzedaży nieruchomości (bądź papierów wartościowych powiązanych z rynkiem nieruchomości), z likwidacją zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, stała się siłą napędzającą proces przenikania tego modelu do innych porządków prawnych. Nie dziwi więc, że po licznych państwach europejskich, idea wprowadzenia ustawodawstwa umożliwiającego działalności w tym modelu, „zmaterializowała” się w postaci krajowych projektów prawodawczych. Końcowy brak uchwalenia proponowanych ustaw nie przekreśla znaczenia przeprowadzonych badań, lecz przeciwnie, stanowił okazję do holistycznego pochylenia się nad istotą modelu REIT oraz wyzwaniem jakie stawia jego właściwe ukształtowanie uwzględniające uwarunkowania krajowe. O wartości prowadzenia badań nad podnoszoną w pracy problematyką, świadczy wielokrotnie podkreślane w treści pracy znaczenie praktyczne proponowanych rozwiązań dla rozwoju rynku nieruchomości, pobudzenia rynku finansowego oraz zwiększenia występującego na nim zaangażowania inwestorów indywidualnych. Wyrazem aktualności owych zagadnień są pojawiające się regularnie w przekazach prasowych informacje o prowadzonych pracach koncepcyjnych nad wprowadzeniem regulacji realizujących postulaty modelu REIT w Polsce<sup>911</sup>.

Głównym celem zrealizowanym w pracy, była analiza proponowanych regulacji zakładających wprowadzenie ram prawnych funkcjonowania podmiotów działających w modelu REIT w Polsce oraz porównanie powstałych dotychczas propozycji z rozwiązaniami obowiązującymi obecnie w prawodawstwie państw europejskich. Realizacja tego celu wymagała dodatkowego skupienia się na celach szczegółowych, związanych z określeniem cech charakteryzujących model REIT oraz analizą tego, jak owe cechy realizowane są w innych ustawodawstwach. Przyjęty układ rozprawy pozwolił na prześledzenie najistotniejszych zagadnień dotyczących istoty podmiotów działających w modelu

---

<sup>911</sup> Polskie REIT-y na finiszu prac legislacyjnych, <https://blog-tpa.pl/2025/03/19/polskie-reit-y-na-finiszu-prac-legislacyjnych/>, (dostęp: 30.11.2025 r.); REIT-y w Polsce: utracona szansa czy świadoma ochrona rynku, <https://bank.pl/reit-y-w-polsce-utracona-szansa-czy-swiadoma-ochrona-rynku/>, (dostęp: 30.11.2025 r.).

REIT, poczynając od warstwy historycznej i teoretycznej, przez problematykę dostępu i nadzoru nad działalnością prowadzoną w tym modelu, na szczególnych wymogach stawianych podmiotom tego typu kończąc.

W pierwszej kolejności konieczne było udzielenie odpowiedzi na pytanie o istnienie cech pozwalających zakwalifikować dany podmiot jako podmiot typu REIT. Zgodnie z przedstawionym w pracy poglądem opartym na analizie historycznego procesu rozwoju amerykańskich REIT, ich obecnego kształtu oraz kształtu ustawodawstwa państw europejskich, należy skonkludować, że cechy te stanowi: ukierunkowanie działalności na rynek nieruchomości, obowiązek wypłaty określonej części wypracowanego zysku uczestnikom oraz preferencyjne zasady opodatkowania gwarantujące likwidację zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym. Normatywny wyraz realizacji wskazanych cech różni się w ramach poszczególnych regulacji, a szczegółowe rozwiązania w tym zakresie nie są jednolite. W każdym przypadku test cech obligatoryjnym pozwala jednak na przyporządkowanie danego podmiotu do modelu REIT. Spojrzenie na wyróżnione cechy pozwoliło również wykluczyć z tego kręgu poszczególne podmioty określane jako *REIT-like*, które mimo występujących podobieństw, nie zostały zakwalifikowane w pracy jako podmioty typu REIT.

Następnie analizie poddano ogólne zagadnienia związane z funkcjonowaniem podmiotów typu REIT w obrocie, dotyczące występujących form prawnych prowadzenia działalności w tym modelu oraz szczególnych wymogów kapitałowych. Przejęcie rozwiązań amerykańskich na grunt prawodawstwa państw europejskich było związane przede wszystkim z odejściem od obcej z punktu widzenia kontynentalnych porządków prawnych konstrukcji opartej na stosunku powiernictwa, na rzecz powszechnie stosowanej w obrocie spółki akcyjnej. Pomimo nielicznych istniejących wyjątków, przewidujących możliwość prowadzenia działalności przez podmioty typu REIT np. w formie funduszu inwestycyjnego, dominacja spółki akcyjnej w tym aspekcie jest jednoznaczna. Głównym czynnikiem wpływającym na wybór tej formy prawnej jest jej ugruntowane osadzenie w praktyce. Uniwersalność spółki akcyjnej gwarantuje możliwość realizacji postulatów leżących u podstaw modelu REIT, bez konieczności zbędnego i problematycznego wykorzystywania form zbliżonych konstrukcyjnie do anglosaskiego trustu. O prymacie spółki akcyjnej jako podstawowej formie działania współczesnych podmiotów typu REIT, świadczy również fakt jej powszechnego stosowania w Stanach Zjednoczonych Ameryki, będących kolebką REIT historycznie opartych na stosunku powiernictwa.

Patrząc przez pryzmat regulacji obowiązujących obecnie w Europie, znaczące różnice w ramach modelu ogólnego zidentyfikowano w wymiarze przepisów określających zasady dostępu do wykonywania działalności w modelu REIT. Ekonomicznym uzasadnieniem inwestowania za pośrednictwem podmiotów typu REIT jest możliwość skorzystania z przewidzianych prawem ulg, pod warunkiem spełnienia szeregu wymogów ustawowych. W sposób oczywisty konstrukcja ta, wymaga zorganizowania odpowiedniego systemu weryfikacji oraz nadzoru nad realizacją owych wymogów. W ramach prowadzonych badań zidentyfikowano dwa główne modele w tym zakresie. Pierwszy i powszechniejszy, charakteryzuje się mniejszym stopniem formalizmu i zakłada oparcie regulacji dotyczących funkcjonowania podmiotów typu REIT na instytucjach prawa podatkowego oraz traktowanie ich wyłącznie w charakterze szczególnej kategorii podatkowej. Drugie podejście, znacznie mniej rozpowszechnione, opiera się na postrzeganiu podmiotów typu REIT jako uczestników rynku finansowego i podkreśla ich rolę, jako podmiotów inwestujących oraz obciążających ryzykiem środki pozyskane od akcjonariuszy. Model ten związany jest z koniecznością uzyskania odpowiedniego zezwolenia od organu właściwego w sprawach nadzoru nad rynkiem finansowym, w celu dostępu do możliwości prowadzenia działalności w ramach szczególnego reżimu prawnego.

Przyjęcie koncepcji zakładającej funkcjonowanie podmiotów typu REIT w ramach modelu reglamentacyjnego, przekłada się na możliwość szerszej ingerencji właściwych organów w ich działalność, w szczególności w aspekcie zapewnienia odpowiednich środków nadzorczych, dopuszczalności stosowania administracyjnych kar pieniężnych, czy zwiększonych uprawnień kontrolnych oraz obowiązków informacyjnych. W przypadku modelu podatkowego, kontrola spełniania ustawowych wymogów korzystania z przewidzianych ulg, ogranicza się do weryfikacji danych wskazanych w odpowiednim zeznaniu podatkowym. Zawężona jest również sfera uprawnień organów podatkowych i przyznanych im środków oddziaływania, mających na celu doprowadzenie do przywrócenia prowadzonej działalności do stanu zgodnego z wymogami ustawy, bez ryzyka utraty przez podmiot posiadanych ulg.

W kolejnej części pracy skupiono się na pogłębieniu problematyki cech przesądzających o przynależności podmiotów do modelu REIT. Zagadnienia związane z formami prawnymi funkcjonowania podmiotów typu REIT, sposobami weryfikacji wymogów ustawowych oraz nadzoru nad ich działalnością są znaczące, jednak nie przesądzają o ich istocie i wyjątkowości. Decydujące w tym aspekcie są regulacje wprowadzające szczególne wymogi, które muszą zostać zrealizowane przez podmiot w celu uzyskania

przewidzianych preferencji podatkowych. Zastosowanie w ramach analizy tych zagadnień zaproponowanego w pracy podziału na cechy obligatoryjne oraz fakultatywne charakteryzujące model REIT, miało duże znaczenie z punktu widzenia teoretycznego, praktycznego oraz porządkującego. Potwierdzenie możliwości wyodrębnienia uniwersalnych cech charakteryzujących model REIT oraz pozwalających zakwalifikować dany podmiot jako działający w tym modelu, implikowało konieczność postawienia dalszych pytań badawczych dotyczących sposobu realizowania tych założeń w wymiarze prawodawczym.

Pierwsza z omówionych cech obligatoryjnych dotyczyła prawnych aspektów realizacji wymogu ukierunkowania działalności podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości. Rynek nieruchomości jest atrakcyjny dla inwestorów z uwagi na gwarancję stosunkowo stabilnych zysków obarczonych niewielkim ryzykiem. Lokowanie środków za pośrednictwem podmiotów typu REIT pozwala na maksymalizację korzyści płynących z inwestowania w nieruchomości poprzez zwiększenie skali działalności niemożliwej do osiągnięcia przez pojedynczego inwestora oraz na minimalizację barier, z których najistotniejszą jest wysoka kapitałochłonność inwestycji nieruchomościowych. Ukierunkowanie działalności inwestycyjnej podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości odbywa się z wykorzystaniem opisanych w pracy mechanizmów charakteryzujących się różnym stopniem restrykcyjności. Od koncepcji przyjętej przez ustawodawcę zależy czy ukierunkowanie działalności na rynek nieruchomości ma charakter sztywny, tj. polega na enumeratywnym wskazaniu dopuszczalnych przedmiotów lokat i źródeł dochodu, czy też powiązanie to jest luźniejsze i umożliwia pewną swobodę w ramach obowiązujących limitów procentowych. Jak wskazują przeprowadzone badania, występujące mechanizmy ukierunkowania działalności podmiotów typu REIT mogą stanowić również wyraz preferowania inwestycji w poszczególne segmenty rynku nieruchomości. Przykładem takiego rozwiązania są fińskie FIN-REIT, których podstawowym rynkiem aktywności określonym przez ustawodawcę, jest rynek nieruchomości mieszkalnych. Główną konkluzją płynącą z badań prowadzonych w tym zakresie, jest konieczność położenia szczególnego nacisku na analizę funkcjonowania danego rynku nieruchomości przy wprowadzaniu ustawowych ograniczeń i limitów związanych z działalnością podmiotów typu REIT. Zarówno zbyt duża restrykcyjność w zakresie wyznaczania dopuszczalnych przedmiotów lokat, jak i podejście cechujące się większą liberalnością, może prowadzić do negatywnych skutków związanych odpowiednio z opłacalnością prowadzenia działalności w tym modelu oraz ryzykiem wywołania negatywnych zjawisk rynkowych (np. wzrostu cen danej kategorii nieruchomości).

Drugą z przeanalizowanych cech obligatoryjnych charakteryzującą model REIT, która równie istotnie wpływa na ograniczenie jednego z podstawowych praw przynależnych podmiotom gospodarczym, jest określony ustawowo obowiązek wypłaty większości wypracowanego zysku. Zyski w podmiotach typu REIT, inaczej niż w przypadku typowych przedsiębiorców, muszą zostać w znaczącej części przeznaczone na obowiązkową wypłatę dywidendy, zapewniając tym samym realizację transferowej teorii podatkowej (*conduit theory of taxation*). Gwarancja braku akumulowania zysku na poziomie podmiotu typu REIT stanowi bowiem ekonomiczne uzasadnienie dla zastosowania preferencyjnych zasad opodatkowania. Również w przypadku tego obowiązku ustawodawstwo obowiązujące w państwach europejskich nie pozostaje jednolite w zakresie procentowego określenia, jaki poziom zysku powinien zostać przeznaczony na wypłatę dywidendy. Istotne różnice zidentyfikowano, także w ramach zasad określających jakie wartości wliczają się do zysku przeznaczonego na wypłaty. Przyjęcie konkretnych reguł, w szczególności w zakresie dopuszczalności przeznaczenia na wypłatę zysku pochodzącego ze zbycia aktywów spółki, może znacząco wpływać na satysfakcję akcjonariuszy z wielkości dywidendy, jednocześnie powodując zagrożenie dla stabilności finansowej spółki i narażać ją na brak środków na dalsze inwestycje.

Trzecią z omówionych w pracy cech obligatoryjnych charakteryzujących model REIT i decydującą o zasadniczej korzystności ekonomicznej inwestowania za pośrednictwem podmiotów typu REIT, jest zagwarantowanie preferencyjnych zasad opodatkowania, niejako rekompensujących restrykcyjne wymogi formalne i materialne. Wspomniana transferowa teoria podatkowa stanowi podstawę do rezygnacji z części obciążeń podatkowych, zapewniając likwidację zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym. Większość z przeanalizowanych w pracy regulacji, realizuje ten postulat poprzez zagwarantowanie transparentności podatkowej podmiotu działającego w modelu REIT. Pomimo występujących różnic odnoszących się do sposobu wyeliminowania ciężaru podatkowego (zwolnienie przedmiotowe, zwolnienie podmiotowe, stawka podatku 0%), rozwiązaniem najpowszechniejszym jest zastosowanie odpowiedniej ulgi na poziomie podmiotu, przy jednoczesnym pełnym opodatkowaniu na poziomie inwestorów. Powyższe rozwiązanie znajduje uzasadnienie w braku akumulowania zysku przez podmioty typu REIT, w wyniku realizacji wymogu wypłaty jego przeważającej części w formie dywidendy. Powoduje to brak uzasadnienia ekonomicznego dla wprowadzania obciążenia podatkowego na poziomie podmiotu.

Ostatni rozdział został poświęcony wymogom, które nie zostały zakwalifikowane jako cechy o charakterze obligatoryjnym, determinujące przynależność do modelu REIT. Niemniej z przeprowadzonych badań wynika, że ujęcie problematyki związanej z obowiązkiem dopuszczenia akcji do publicznego obrotu, szczególnymi wymogami w zakresie struktury własnościowej oraz ograniczeniami pozyskiwania finansowania dłużnego, jest powszechne w porównywanym ustawodawstwie państw europejskich. Uregulowanie powyższych kwestii stawia dodatkowe wymogi, z którymi związane jest prowadzenie działalności w modelu REIT, jednak cel ich wprowadzenia uzasadniany jest przede wszystkim zapewnieniem większej stabilności prowadzonej działalności oraz bezpieczeństwa inwestorów. Ponadto, szczególne wymogi dotyczące pożądanej struktury własnościowej podmiotów typu REIT i zapewnienia odpowiedniego rozproszenia właścicielskiego, niwelują ryzyko instrumentalnego wykorzystywania regulacji wyłącznie do celów optymalizacji podatkowej.

Badania przeprowadzone w pracy pozwoliły na udzielenie odpowiedzi na postawione pytania oraz potwierdzenie wysuniętych hipotez badawczych. W świetle dokonanych badań, nie budzi wątpliwości możliwość przyjęcia w ramach krajowego ustawodawstwa przepisów wprowadzających ramy prawne dla prowadzenia działalności w modelu REIT. Potwierdzono również prawidłowość założenia w zakresie wyróżnienia cech charakteryzujących ogólny model REIT, który pomimo wspólnych podstaw, w procesie przenikania do innych porządków prawnych ulegał pewnym modyfikacjom. Doprowadziło to do braku pełnej jednolitości w ramach obowiązujących regulacji, pomimo tożsamości podstawowych założeń uchwalanego prawa.

W ramach hipotez badawczych bezpośrednio dotyczących zagadnień implementacji modelu REIT w Polsce, należy wskazać, że pomimo czerpania przez krajowego projektodawcę z rozwiązań znanych w Europie, nie jest możliwe jednoznaczne przyporządkowanie zaprezentowanych koncepcji do rozwiązań funkcjonujących w konkretnym ustawodawstwie. Przeprowadzone badania polegające, w szczególności na analizie dostępnych projektów ustaw, dokumentów dotyczących procesów legislacyjnych oraz relevantnych przepisów obowiązującego prawa prowadzą do konkluzji, iż zaprezentowane dotychczas propozycje charakteryzują się dużą niespójnością. Proponowane ramy prawne dla działalności SRWN, a następnie FINN, w większym stopniu stanowią nieskoordynowane zestawienie wybranych regulacji zagranicznych, niż przemyślaną i kompleksową wizję uregulowania zasad prowadzenia działalności zgodnych z modelem REIT. Jednym z głównych mankamentów przedstawionych projektów ustaw, był zbyt

duży nacisk na realizację celów pośrednich, tj. pobudzenie rynku finansowego poprzez zwiększenie zaangażowania inwestorów indywidualnych oraz próba naprawy zapaści na rynku nieruchomości mieszkalnych, wskutek przekierowania pozyskanego kapitału na tego typu inwestycje. Należy jednak pamiętać, że sukces modelu REIT wynika przed wszystkim z jego ekonomicznej korzystności dla uczestników. Nawet największe wysiłki ustawodawcy dotyczące preferowanego ukierunkowania zgromadzonych środków pozostaną daremne, w przypadku braku ogólnego zainteresowania inwestowaniem w ramach tego modelu.

W świetle przedstawionych badań, należy również potwierdzić swobodę krajowego ustawodawcy w zakresie usankcjonowania w sposób optymalny zasad prowadzenia działalności realizujących założenia modelu REIT, z wykorzystaniem funkcjonujących w porządku prawnym rozwiązań i instytucji. Nie budzi wątpliwości możliwość oparcia się na istniejącym obecnie katalogu podmiotów gospodarczych, ze szczególnym uwzględnieniem spółki akcyjnej, którą również w perspektywie prawno-porównawczej należy wskazać jako najodpowiedniejszą formę prowadzenia działalności w modelu REIT. Uniwersalność spółki akcyjnej gwarantuje możliwość realizacji postulatów wynikających z istoty tego modelu, przy jednocześnie niewielkiej ingerencji ustawodawcy w przepisy ogólne dotyczące jej funkcjonowania. Nie istnieje więc konieczność tworzenia od podstaw nowej kategorii podmiotu gospodarczego dla celów implementacji tego modelu inwestycyjnego. Co do zasady należy zgodzić się również z postulatami dotyczącymi szczególnych wymogów kapitałowych dla krajowego podmiotu typu REIT, pozostawiając jednak przestrzeń do polemiki w zakresie odpowiedniej kwoty minimalnego kapitału zakładowego.

Przeprowadzona w ramach pracy analiza pozwoliła na potwierdzenie tezy, zgodnie z którą implementowanie do polskiego porządku prawnego zasad prowadzenia działalności opartych na modelu REIT, wymaga ukształtowania ram prawnych uwzględniających specyfikę rynku krajowego oraz doświadczenia państw europejskich, w celu stworzenia regulacji spójnej systemowo oraz gwarantującej pobudzenie inwestycji na rynku nieruchomości. Jednocześnie należy wskazać na najistotniejsze spośród zidentyfikowanych przeszkód mogących wpłynąć negatywnie na kształt przyszłego ustawodawstwa. Przedstawione w rozprawie wątpliwości w zakresie niewystarczającego uwzględnienia sprawdzonych rozwiązań funkcjonującymi w państwach europejskich oraz zasad dotyczących działalności zbliżonych konstrukcyjnie podmiotów krajowych, stanowią

podstawę dla przedstawienia postulatów zmierzających do wyeliminowania problemów mogących wystąpić przy wznowieniu prac legislacyjnych.

Po pierwsze, jednym z podstawowych problemów implikującym znamienne skutki dla proponowanych ram prawnych funkcjonowania krajowego podmiotu typu REIT, jest zasadność jego uznania za podmiot działający na rynku finansowym oraz włączenie w zakres nadzoru sprawowanego przez KNF. Przedstawione w pracy kryteria uzasadniające włączenie w system nadzoru nad rynkiem finansowym, w szczególności charakter prowadzonej działalności, występowanie szczególnych rodzajów ryzyk oraz możliwość negatywnego oddziaływania na stabilność całego systemu finansowego w przypadku ich realizacji, nie przystają w pełni do proponowanej sfery działalności krajowych podmiotów typu REIT. Takiego podejścia nie uzasadnia przede wszystkim model biznesowy, zakładający inwestowanie środków akcjonariuszy w nieruchomości przynoszące dochód. Pomimo, że konstrukcja ta przypomina w pewnym stopniu zasady funkcjonowania np. funduszy inwestycyjnych, proponowany zakres działalności SRWN oraz FINN, nie przesądza o konieczności ich traktowania w sposób odmienny od pozostałych spółek działających *stricte* na rynku nieruchomości lub każdym innym rynku realnym. Intencja projektodawcy zakładająca zapewnienie odpowiedniej ochrony akcjonariuszom jest zrozumiała, jednak może być powodem tworzenia regulacji niespójnych systemowo oraz nakładających na organ nadzoru nad rynkiem finansowym zadania, do realizacji których nie jest on powołany.

Takie podejście nie znajduje uzasadnienia również w perspektywie rozwiązań funkcjonujących w porównywanym prawodawstwie państw europejskich. Jak stwierdzono w pracy, model w którym możliwość prowadzenia działalności jako podmiot typu REIT jest reglamentowana oraz nadzorowana przez organ właściwy w sprawach nadzoru nad rynkiem finansowym, występuje marginalnie. Praktykowane powszechnie podejście zakładające oparcie regulacji realizującej postulaty modelu REIT przede wszystkim na przepisach prawa podatkowego, nie znalazło aprobaty w projektach krajowych. Nie zdecydowano się również na wprowadzenie reglamentacji właściwej, a w założeniu działalność w przedmiocie inwestowania w nieruchomości przynoszące pasywny dochód, odpowiadająca swym zakresem działalności SRWN lub FINN, mogłaby być wykonywana przez inne podmioty w sposób wolny. Projektodawca przewidział jednak wprowadzenie pewnego rodzaju reglamentacji, polegającej na ograniczeniu dostępu do szczególnego modelu prowadzenia działalności preferowanej podatkowo. W założeniu owa reglamentacja miała opierać się o konieczność uzyskania wpisu do właściwego rejestru,

nieposiadającego jednak charakteru wpisu do rejestru działalności regulowanej w rozumieniu Prawa przedsiębiorców. Podejście krajowego projektodawcy jest więc próbą wypracowania swoistego kompromisu, polegającego na zapewnieniu mechanizmów nadzoru, przy możliwie najmniejszym poziomie formalizmu.

Przedstawione w pracy argumenty, co do zasady przemawiają na niekorzyść koncepcji zakładającej włączenie krajowego podmiotu typu REIT w zakres nadzoru nad rynkiem finansowym. Należy jednak również sprzeciwić się idei zakładającej traktowanie podmiotów działających w modelu REIT wyłącznie z perspektywy szczególnego statusu podatkowego. Pozostawienie określonemu organowi szerszych uprawnień w przedmiocie weryfikacji spełniania warunków dostępu do tego modelu prowadzeni działalności oraz uprawnień nadzorczych, wydaje się konieczne przy proponowanej ilości wymogów oraz stopniu ich złożoności. Problemem pozostaje jednak wyznaczenie innego niż KNF organu właściwego w sprawach nadzoru nad krajowym podmiotem typu REIT. Pomimo podkreślonych wątpliwości w zakresie ich przynależności do katalogu podmiotów rynku finansowego, inwestycyjny charakter oraz nowatorskość proponowanych rozwiązań, wymaga powierzenia zadań w tym zakresie organowi wyspecjalizowanemu. Pozostając przy koncepcji funkcjonowania jako spółka publiczna, wobec której KNF i tak obowiązana byłaby wykonywać nadzór, poszukiwanie innego, bądź wręcz utworzenie dedykowanego organu nadzoru, wydaje się niezasadne.

Należy zatem postulować pozostanie przy dotychczasowych założeniach związanych z uzyskaniem dostępu do prowadzenia działalności w modelu REIT, poprzez wpis do właściwego rejestru (nie będącego rejestrem działalności regulowanej), pozostawiając jako organ właściwy w sprawach rejestracji i nadzoru KNF. W połączeniu z zapewnieniem odpowiedniego katalogu środków nadzorczych, zaproponowane rozwiązanie gwarantowałoby większą niż w modelu podatkowym stabilność funkcjonowania w ramach szczególnego statusu rynkowego, a specjalistyczny nadzór ze strony organu charakteryzującego się niezależnością, wymagane przy wprowadzaniu nowych rozwiązań inwestycyjnych bezpieczeństwo.

Po drugie, zasadne jest wysunięcie postulatu skorygowania niektórych dotychczasowych założeń projektodawcy, w zakresie uregulowania wymogów powiązanych z realizacją cech obligatoryjnych, determinujących przynależność do modelu REIT. Pomimo wpisywania się przedstawionych koncepcji w rozwiązania znane w innych państwach europejskich, brak odpowiedniego dostosowania może stanowić potencjalny problem dla rozwoju tego modelu inwestycyjnego. W ramach pracy szczególną uwagę poświęcono

zasadom związanym z ukierunkowaniem działalności podmiotów typu REIT na rynek nieruchomości. Należy ocenić pozytywnie przyjęcie przez krajowego projektodawcę bardziej liberalnej formy powiązania działalności z rynkiem nieruchomości, opartej na procentowym określeniu minimalnego poziomu posiadanych aktywów kwalifikowanych oraz minimalnego poziomu przychodów osiąganym z kwalifikowanych źródeł. Podejście takie, zapewnia pewien stopień swobody w podejmowaniu decyzji biznesowych, istotny z punktu widzenia stabilności i rentowności spółki.

Krytycznie uwagi powinny zostać skierowane w stosunku do prób ograniczania działalności wyłącznie do wybranego segmentu rynku nieruchomości. W przypadku projektu FINN, rynkiem tym miał być rynek nieruchomości mieszkalnych na wynajem, wymagający w ocenie projektodawców ożywienia i odpowiedniego dokapitalizowania. Podejście takie zdaje się być wyrazem niezrozumienia mechanizmów rynkowych oraz istoty działalności podmiotów typu REIT, jako podmiotów kreujących popyt. Nie pozostaje ono również w zgodzie z powszechną w regulacjach europejskich swobodą wyboru kierunku inwestycji, w odniesieniu do poszczególnych kategorii nieruchomości. Należy ponownie podkreślić, że podstawowym celem działalności podmiotów typu REIT jest ogólny cel zarobkowy, nakierowany na zapewnienie stałych zysków inwestorom. Zawężenie dopuszczalnego przedmiotu działalności wyłącznie do rynku nieruchomości mieszkalnych, może więc skutkować zarówno negatywnym oddziaływaniem na sam rynek, jak i niskim zainteresowaniem inwestorów wynikającym z ograniczonej możliwości dywersyfikacji źródeł przychodu spółki.

Po trzecie, w przypadku powiązanych ze sobą funkcjonalnie zagadnień obligatoryjnej wypłaty większości wypracowanego zysku oraz preferencyjnych zasad opodatkowania, również zasadną będzie sugestia dokonania pewnych zmian w ramach przyjętej koncepcji. Z przeprowadzonych badań wynika, że proponowane w projektach krajowych rozwiązania dotyczące wypłaty wypracowanego zysku nie odbiegają w znacznym stopniu od zasad obowiązujących w prawodawstwie innych porównywanych państw. Mimo swojej oryginalności, za słuszną powinno uznać się propozycję wprowadzenia dwóch metod określania zysku przeznaczanego na wypłaty dla akcjonariuszy, przedstawioną w projekcie FINN. Dopuszczalność wyboru pomiędzy ogólnymi przepisami prawa handlowego, a proponowaną regulacją szczególną, zakładającą wyliczeni zysku do wypłaty w wysokości 90% łącznej wartości przychodów pomniejszonych o wyszczególnione wydatki, stosownie do uwag przedstawionych w pracy, lepiej przystaje do charakteru działalności podmiotów funkcjonujących na rynku nieruchomości. Należy jednak ponownie

pochylić się nad doprecyzowaniem zasad zaliczania zysku pochodzącego ze sprzedaży aktywów spółki do puli przeznaczonej na wypłaty dywidendy dla akcjonariuszy. Brak wprowadzenia funkcjonujących w wybranych państwach europejskich limitów tworzenia niedostępnych dla akcjonariuszy kapitałów rezerwowych spółki, w sytuacji konfliktu co do kierunku jej rozwoju, może powodować wypaczenie transferowej istoty modelu REIT i ograniczenie zysków akcjonariuszy.

Po czwarte, w ramach przeprowadzonych badań za zasadną uznano konieczność zmiany w zakresie przyjętego sposobu zagwarantowania likwidacji zjawiska podwójnego opodatkowania w znaczeniu ekonomicznym, powiązanego z inwestowaniem za pośrednictwem krajowego podmiotu typu REIT. Spełnienie przez spółkę działającą w modelu REIT szeregu wymogów co do zasad jej organizacji, działalności oraz dystrybucji zysku, wynagradzane jest preferencyjnymi zasadami opodatkowania. W przypadku krajowych projektów ustawodawczych nastąpiła jednak ewolucja pierwotnie przyjętej koncepcji, skutkująca odejściem od wprowadzenia zwolnienia przedmiotowego na poziomie spółki (zgodnie z rozpowszechnionym w Europie sposobem zapewnienia transparentności podatkowej podmiotów typu REIT), na rzecz zwolnienia podmiotowego na poziomie inwestorów. Zidentyfikowane przez autorów projektu FINN zagrożenia w przedmiocie możliwości całkowitego unikania opodatkowania przez niektóre kategorie inwestorów oraz ryzyka uznania przyznanych preferencji za niedozwoloną pomoc publiczną, w świetle przedstawionych rozważań wydają się niezasadne. Postulatem w tym zakresie jest więc powrót do koncepcji preferencji podatkowych opartych o zwolnienie przedmiotowe przychodów spółki na gruncie podatku dochodowego od osób prawnych, pozostawiając jednocześnie standardowe zasady opodatkowania w stosunku do akcjonariuszy. Rozwiązanie takie wpisywałoby się w powszechnie obowiązujące zasady opodatkowania podmiotów typu REIT funkcjonujący w Europie, jak również w zasady opodatkowania rodzimych podmiotów transparentnych podatkowo, np. funduszy inwestycyjnych.

Potwierdzona w rozprawie potrzeba uwzględnienia specyfiki inwestowania na rynku nieruchomości oraz zasadność wykorzystania sprawdzonych rozwiązań funkcjonujących w ustawodawstwie państw europejskich, w ramach prac nad przyjęciem ustawodawstwa umożliwiającego prowadzenie działalności w modelu REIT, otwiera pole do dalszych badań nad poruszoną problematyką. Pomimo obecnego zawieszenia prac, w dłuższej perspektywie ich wznowienie wydaje się nieuniknione. Brak zgody co do przyszłego kształtu krajowej regulacji oraz sposobu rozstrzygnięcia istniejących wątpliwości, jedynie zwiększy dystans pomiędzy Polską a gospodarkami europejskim,

w odniesieniu do poziomu rozwoju metod promujących aktywizację inwestycji na rynku nieruchomości. Właściwa implementacja modelu REIT przyczyniłaby się do zwiększenia zaangażowania rodzimego kapitału na rynku nieruchomości oraz umożliwiłaby ożywienie rynku kapitałowego, dzięki wprowadzeniu wydajnego i przejrzystego dla akcjonariuszy sposobu zbiorowego inwestowania. Badania przeprowadzone w pracy nie dezaktualizują się wraz z porzuceniem dotychczasowych projektów ustawodawczych. Kluczem do stworzenia odpowiedniej regulacji, jest właściwe zrozumienie istoty modelu REIT, jego podstaw historycznych, ekonomicznych oraz prawnych. Refleksja nad poruszoną problematyką jest więc istotnym krokiem na drodze do stworzenia ram prawnych dla krajowego podmiotu typu REIT.

# BIBLIOGRAFIA

## Źródła prawa

### Prawo krajowe

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 1997 r. nr 78, poz. 438 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1691 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1071 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej (t.j. Dz. U. nr 41, poz. 324 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 707).

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 278 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 1048).

Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 418 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 120 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 26 października 1995 r. o społecznych formach rozwoju mieszkalnictwa (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1273).

Ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 869 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1145 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1113 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 110).

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Ordynacja podatkowa (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 111 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej (Dz. U. nr 101, poz. 1178 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 18 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 725).

Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1131 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o pomocy społecznej (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1214 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1034 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 2168 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1161 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 592).

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 640 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1714).

Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 611 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego oraz Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 695 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku tonażowym (Dz. U. z 2013 r. poz. 1387).

Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1526).

Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 720).

Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1035 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. - Prawo przedsiębiorców (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1480).

Ustawa z dnia 28 listopada 2020 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2020 r. poz. 2132).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. z 2019 r. poz. 803 z późn. zm.).

### **Prawo unijne**

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/25/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. U. UE. L. z 2004 r. nr 142, s. 12 z późn. zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/109/WE z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. U. UE. L. z 2004 nr 390, s. 38 z późn. zm.).

Dyrektywa 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniająca dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego (Dz. U. UE. L. z 2007 r. nr 247, s. 1).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), (Dz. U. UE. L. z 2009 r. nr 302, s. 32 z późn. zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektywy 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, (Dz. U. UE. L. z 2011 r. nr 174, s. 1, z późn. zm.).

Dyrektywa Rady 2011/96/UE z dnia 30 listopada 2011 r. w sprawie wspólnego systemu opodatkowania mającego zastosowanie w przypadku spółek dominujących i spółek zależnych różnych państwa członkowskich (przekształcenie), (Dz. U. UE. L. z 2011 r. nr 345, s. 8 z późn. zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z dnia 25 października 2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz. U. UE. L. z 2012 r. nr 315, s. 74 z późn. zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. U. UE. L. z 2014 r. nr 173, s. 349 z późn. zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2017/1132 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (Dz. U. UE. L. z 2017 r. nr 169, s. 46 z późn. zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. nr 176, s. 1 z późn. zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (Dz. U. UE. L z 2014 r. nr 173, s. 1 z późn. zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. U. UE. L. z 2017 r. nr 168, s. 12 z późn. zm.).

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. U. UE. C. z 2016 nr 202 z późn. zm.)

### **Prawo obce**

Corporation Tax Act of 2010 (<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/4/part/12>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Dekret z mocą ustawy nr 19/2019 z dnia 28 stycznia 2019 r. zatwierdzający reżim dla spółek inwestycyjnych i zarządzających nieruchomościami, (*Decreto-Lei n.º 19/2019 de 28 de janeiro 2019 aprova o regime das sociedades de investimento e gestão imobiliária*), (<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/2019-118540973>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Dekret o instytucjach inwestycyjnych z 2020 r., artykuł 1a, (Besluit beleggingsinstellingen 2020, artikel 1a, (<https://wetten.overheid.nl/BWBR0002705/2020-01-01>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Finance Act 2010, Part 25A, sec. 705M, ([bit.ly/3KydyDo](http://bit.ly/3KydyDo)), (dostęp: 30.11.2025).

Francuski kodeks podatkowy, (Code général des impôts), ([https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article\\_lc/LEGIARTI000042908528](https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000042908528)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Public Law 86-779, September 14, 1960, *An Act To amend section 5701 of the Internal Revenue Code of 1954 with respect to the excise tax upon cigars, and for other purposes*, ([bit.ly/4aBmjG](http://bit.ly/4aBmjG)), (dostęp: 30.11.2025).

Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z 1969 r., Rozdział VII. Przepisy uzupełniające, (*Wet op de vennootschapsbelasting 1969, Hoofdstuk VII. Aanvullende regelingen*), (<https://wetten.overheid.nl/BWBR0002672/2024-01-01>), (dostęp 30.11.2025 r.).

Ustawa z dnia 30 listopada 1999 r. o ofercie publicznej papierów wartościowych, (Закон за публичното предлагане на ценни книжа), (<https://lex.bg/laws/ldoc/2134697472>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Ustawa nr 2778 z 30 grudnia 1999 r., nr 295/30/12/1999, fundusze wspólnego inwestowania na rynku nieruchomości – spółki inwestycyjne działające na rynku nieruchomości i inne przepisy, (ΝΟΜΣ ΥΠ’ΑΡΙΘ.2778 ΦΕΚ Α’295/30.12.1999 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας-Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις), ([bit.ly/47sF10z](http://bit.ly/47sF10z)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Ustawa z dnia 28 maja 2007 r. o niemieckich spółkach nieruchomościowych notowanych na giełdzie, (*Gesetz über deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen vom 28. Mai 2007*), ([bit.ly/48T7wX7](http://bit.ly/48T7wX7)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Ustawa nr 299 z 24 kwietnia 2009 r. o ulgach podatkowych dla niektórych spółek kapitałowych zajmujących się wynajmem nieruchomości, (*Laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta 24.04.2009/299*), (<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2009/20090299>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Ustawa 11/2009 z 26 października, regulująca spółki akcyjne notowane na giełdzie inwestujące w nieruchomości, (*Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*), (<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2009-17000>), (dostęp: 30.11.2025).

Ustawa CII z 2011 r. o regulowanych spółkach inwestujących w nieruchomości, (2011. évi CII. törvény a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokról), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Ustawa z dnia 12 maja 2014 r. dotycząca regulowanych spółek nieruchomościowych, (Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées), ([bit.ly/4p1bfaw](https://bit.ly/4p1bfaw)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Ustawa z dnia 25 lutego 2021 r. o spółkach specjalnego przeznaczenia inwestycyjnego i spółkach sekurytyzacyjnych, (Закон от 25 февруари 2021 г. за дружествата със специална инвестиционна цел и за дружествата за секюритизация), (<https://dv.parliament.bg/DVWeb/showMaterialDV.jsp?idMat=156333>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

### **Orzecznictwo**

Wyrok TK z dnia 28 kwietnia 1999 r., sygn. K 3/99.

Wyrok TK z dnia 15 czerwca 2011 r., sygn. K 2/09.

Wyrok TSUE z dnia 8 września 2011 r. w połączonych sprawach C-78/08, C-80/08.

Uchwała składu siedmiu sędziów SN z dnia 2 marca 1993 r., sygn. akt. III CZP 123/92.

Uchwała SN z dnia 30 listopada 1992 r., III CZP 134/92.

Uchwała składu siedmiu sędziów NSA z dnia 16.01.2012 r., II FPS 1/11

Wyrok NSA z dnia 26 września 2008 r., II FSK 789/07.

Wyrok NSA z dnia 17 lipca 2024 r., II FSK 422/24.

Wyrok NSA z dnia 1 września 2021 r., II FSK 174/19.

Wyrok NSA z dnia 24 listopada 2011 r., II GSK 1219/10.

Wyrok NSA z dnia 14 lutego 2022 r., II FSK 1768/19.

Wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych *Crocker v. Malley*, 249 U.S. 223 (1919), (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/249/223/>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych *Hecht v. Malley*, 265 U.S. 144 (1924), (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/265/144/>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych *Morrissey v. Commissioner*, 296 U.S. 344 (1935), (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/296/344/>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

### **Projekty, raporty, dokumenty urzędowe, sprawozdania**

Athens Exchange Rulebook, (<http://bit.ly/3GdHaDD>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Centrum Badania Opinii Społecznej, *Komunikat z badań nr 93/2022*, Warszawa 2022, ([https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2022/K\\_093\\_22.PDF](https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2022/K_093_22.PDF)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Centrum AMRON, Raport AMRON-SARFiN. *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. 2/2024*, ([bit.ly/4oVShS2](http://bit.ly/4oVShS2)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Deloitte, *UK REITs. A summary of the regime*, (<file:///C:/Users/user/Downloads/reit-flyer.pdf>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Department of the Treasury, Internal Revenue Service, *2023 Instructions for Form 1120-REIT*, (<https://www.irs.gov/forms-pubs/about-form-1120-reit>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

EPRA Global Reit Survey 2025, *A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association 2025, ([bit.ly/3JOYuAI](http://bit.ly/3JOYuAI)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

European Commission, *Stade Aid No. N131/2009 – Finland Residential Real Estate Investment Trust (REIT) Scheme*, ([bit.ly/4q1vSDO](http://bit.ly/4q1vSDO)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI*, ([bit.ly/46OXGTZ](https://bit.ly/46OXGTZ)), s. 3, (dostęp: 30.11.2025 r.).

FTSE Nareit Real Estate Index Historical Market Capitalization, 1972-2022, ([bit.ly/4qMxm5X](https://bit.ly/4qMxm5X)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

HM Revenue & Customs, *Genuine Diversity of Ownership (GDO): Introduction*, ([bit.ly/3VMN7f7](https://bit.ly/3VMN7f7)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

KPMG, *Opodatkowanie funduszy inwestycyjnych w świetle nowelizacji ustawy o CIT*, ([bit.ly/3KoucVD](https://bit.ly/3KoucVD)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Pismo z dnia 22 czerwca 2017 r., Uwagi NBP dotyczące projektu ustawy o spółkach wynajmu nieruchomości (wersja projektu z dnia 19 maja 2017 r.), ([bit.ly/4oB8gpu](https://bit.ly/4oB8gpu)), (dostęp: 30.11.2025 r.)

Projekt ustawy z dnia 12 października 2016 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, nr UD102, ([bit.ly/3VKUBza](https://bit.ly/3VKUBza)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Projekt ustawy z dnia 19 maja 2017 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, ([bit.ly/4mIko68](https://bit.ly/4mIko68)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Projekt ustawy z dnia 25 września 2018 r. o firmach inwestujących w najem nieruchomości, druk nr 2855, ([bit.ly/4hQvYLG](https://bit.ly/4hQvYLG)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

PwC, *Compare and contrast. Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) regimes, 2021*, ([bit.ly/4aazxuo](https://bit.ly/4aazxuo)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Raport z konsultacji publicznych projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (UD370), ([bit.ly/3VHZ5GX](https://bit.ly/3VHZ5GX)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Raport z opiniowania projektu ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (UD370), ([bit.ly/3INy95D](https://bit.ly/3INy95D)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, uchwała nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., ze zm.

Société par actions simplifiée (SAS): ce qu'il faut savoir, (<https://entreprendre.service-public.fr/vosdroits/F37366>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Sprawozdanie Komisji Finansów Publicznych o rządowym projekcie ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (druk nr 2855) z dnia 17 października 2018 r., druk nr 2917, ([bit.ly/4a3kOS6](http://bit.ly/4a3kOS6)), (dostęp: 30.11.2025 r.)

United States of America Congressional Record. Proceedings and Debates of the 84th Congress. Second Session, Vol. 102 – Part 11, Washington 1956, ([bit.ly/48buiK2](http://bit.ly/48buiK2)), (dostęp: 30.11.2025 r.), s. 15305.

United States of America Congressional Record. Proceedings and Debates of the 86th Congress. Second Session, Vol. 106 – Part 10, Washington 1960, ([bit.ly/473TqkJ](http://bit.ly/473TqkJ)), (dostęp: 30.11.2025 r.), s. 12559.

Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 15 października 2003 r. o swobodzie działalności gospodarczej, druk nr 2118, ([bit.ly/4gU9toE](http://bit.ly/4gU9toE)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 12 października 2016 r. o spółkach rynku wynajmu nieruchomości, Rządowe Centrum Legislacji, nr UD102, (<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12290954>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 4 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiągniętych przez osoby fizyczne, druk nr 1878.

Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 25 września 2018 r. o firmach inwestujących w najem nieruchomości, druk nr 2855, ([bit.ly/3LkK8bX](http://bit.ly/3LkK8bX)), (dostęp: 30.11.2025 r.)

Zestawienie uwag zgłoszonych w ramach uzgodnień, konsultacji publicznych i opinio-  
wania projektu ustawy o spółkach rynku wynajmu nieruchomości (UD102), Rządowe  
Centrum Legislacji 2018, ([bit.ly/48WoMK0](http://bit.ly/48WoMK0)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

## Literatura

Adamus R., *Reglamentacja działalności gospodarczej – próba systematyki*, „Opolskie  
Studia Administracyjno-Prawne” 2013, XI/2.

Arlen J., Weiss D.M., *A Political Theory of Corporate Taxation*, „Yale Law Journal”  
1995, vol. 105, issue 2.

Arumi C, Ivinson J., *Europe Debates Real Estate Investment Trusts*, „International Tax  
Review” 2005, vol. 16, issue 3.

Bator A., *Użycie normy prawnej w regulacji stosunków gospodarczych*, Wrocław 2010.

Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Warszawa 1999

Berent T., *Ogólna teoria dźwigni finansowej*, Warszawa 2013

Bernstein J.M., Godfrey D.J., *The Real Estate Investment Trust – Past, Present and Fu-  
ture*, „Wisconsin Law Review” 1962, vol. 4.

Bidziński M., *Pojęcie, istota i zasady prawa gospodarczego*, [w:] *Prawo gospodarcze –  
zagadnienia wybrane*, red. M. Bidziński, D. Jagiełło, Legalis 2016.

Bieniak M., [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-  
Jagielski i in., Warszawa 2024.

Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004.

Blicharz R., *Środki reglamentacyjne Komisji Nadzoru Finansowego*, [w:] *Księga Jubile-  
uszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, Toruń 2009

Borden B.T., *Reforming REIT Taxation (or Not)*, „Huston Law Review” 2015, vol. 53, issue 1.

Borkowski A., Chełmoński A., Guziński M., Kiczka K., Kieres L., Kocowski T., Szydło M., *Administracyjne prawo gospodarcze*, Wrocław 2009.

Borkowski A., *Struktura prawna nadzoru nad regulowaną działalnością gospodarczą*, „Acta Universitatis Wratislaviensis” 2018, nr 3833.

Borkowski A., *Pomoc publiczna jako funkcja państwa wobec społecznej gospodarki rynkowej*, „Przegląd Prawa i Administracji” 2015, nr 103.

Borucka-Arctowa M., [w:] *Społeczne poglądy na funkcje prawa*, red. M. Borucka-Arctowa, Wrocław 1982.

Boudry W.I., *An examination of REIT dividend payout Policy*, „Real Estate Economics” 2011, vol. 39, issue 4.

Brounen D., de Koning S., *50 Years of Real Estate Investment Trusts: An International Examination of the Rise and Performance of REITs*, „Journal of Real Estate Literature” 2012, vol. 20 (2).

Brounen D., Kok N., Ling C., *Shareholder composition, share turnover, and returns in volatile markets: The case of international REIT*, „Journal of International Money and Finance” 2012, nr 31.

Bruce A., *Housing and Economic Recovery Act of 2008*, „Harvard Journal on Legislation” 2009, vol. 46, issue 2.

Bryx M., *Rynek nieruchomości, system i funkcjonowanie*, Warszawa 2006.

Brzezińska-Rawa A., [w:] *Prawo przedsiębiorców*, red. B. Rakoczy, Warszawa 2020.

Budny P., *Preferencje podatkowe związane z działalnością REIT-ów a pomoc państwa w rozumieniu prawa Unii Europejskiej – analiza regulacji podatkowych proponowanych w przypadku polskich FINN-ów i SINN-ów*, „Przeгляд Podatkowy” 2024, nr 9.

Bullock H., *The Story of Investment Companies*, Nowy York 1959.

Burn E.H., Maudsley R.H., *Trusts and Trustees: Cased and Materials*, London, Dublin, Edinburg, 1990.

Campbell R.D., C.F. Sirmans C.F., *Policy implications of structural options in the development of real estate investment trusts in Europe. Lessons from the American experience*, „Journal of Property Investment & Finance” 2002, nr 20(4).

Chan S., Erickson J., Wang K., *Real Estate Investment Trust. Structure, Performance, and Investment Opportunities*, Nowy York 2003.

Cień K., *Unikanie opodatkowania a planowanie podatkowe*, Warszawa 2022.

Cornell C.M., *REITs and UPREITs: Pushing the Corporate Law Envelop*, „University of Pennsylvania Law Review” 1997, vol. 145, issue 6.

Czublun P., [w:] *Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Komentarz*, red. P Czublun, Warszawa 2016.

DiBartolomeo J.A., Gatchev V.A., Harrison D.M., *The liquidity risk of REITs*, „Journal of Real Estate Research” 2021, vol. 43, nr. 1.

Długosz T., Oplustil K. (red.) *Publiczne prawo gospodarcze*, Warszawa 2023.

Dmoch W., *Podatek dochodowy od osób prawnych. Komentarz*, Warszawa 2022.

Doczekalska A., *Comparative law and legal translation in the search for functional equivalents – intertwined or separate domains?*, „Comparative Legilinguistics” 2013, vol. 16.

Dubisz S. (red.) *Wielki słownik języka polskiego PWN*, Warszawa 2018.

Dumkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2024.

Edwards R., Stockwell N., *Trusts and Equity*, Harlow 2007.

Eichholtz P., Kok N., *The EU REIT and the internal market for real estate*, ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1081198](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081198)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Etel M., *Regulowana działalność gospodarcza a zasada wolności gospodarczej*, „Państwo i Prawo” 2007, nr 2.

Etel M., *Kontrola i odpowiedzialność jako problemy charakteryzujące regulowaną działalność gospodarczą (analiza z uwzględnieniem działalności telekomunikacyjnej)*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2017, nr 495, s. 22.

Feng Z., Ghosh C., Sirmans C.F., *On the capital structure of real estate investment trusts (REITs)*, „The Journal of Real Estate Finance and Economics” 2007, vol. 34.

Flis M., *Regulacja struktur hybrydowych od 2020 r. w świetle projektowanej nowelizacji przepisów z dnia 22 sierpnia 2019 r.*, „Doradztwo Podatkowe - Biuletyn Instytutu Studiów Podatkowych” 2019, nr 278.

Florczak-Wątor M., [w:] *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, red. P. Tu-leja, Warszawa 2023, Legalis.

Fojcik-Mastalska E., [w:] *Prawo bankowe. Komentarz*, red. E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 1998.

Foltyński M., *Stabilność finansowa w świetle regulacji ostrożnościowych banków*, Warszawa 2019.

Frączek B., *Rozwój rynku funduszy typu REIT na świecie*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2013, nr 170.

Fritsch N., Prebble J., Prebble R., *A Comparison of Selected Features of Real Estate Investment Trust Regimes in the United States, the United Kingdom and Germany*, „Victoria University of Wellington Legal Research Papers” 2013, vol. 3, issue 3.

Ghosh C., Petrova M., *The effect of legal environment and regulatory structure on performance: cross-country evidence form REITs*, „The Journal of Real Estate Finance and Economics” 2021, 63 (1).

Giacomini E., Ling D.C., Naranjo A., *REIT leverage and return performance: keep your eye on the target*, „Real Estate Economics” 2017, vol. 45.

Glicz M., *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018, Legalis.

Gniewek E., *Prawo rzeczowe*, Warszawa 2016.

Gordon Z., *Kapitał zakładowy spółek kapitałowych w prawie polskim. Istota – funkcje – perspektywy*, „Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu” 2010, nr 9.

Gorton G., Souleles N.S., *Special purpose vehicles and securitization*, „National Bureau of Economic Reserch Working Paper Series” 2005, no. 11190.

Górniak K., *Trust w prawie kontynentalnym*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2022, z. 2.

Górski M., *Pojęcia - „funkcje administracji państwowej” i „zadania administracji państwowej”*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Iuridica” 1992, nr 52.

Gronkiewicz-Waltz H., Wierzbowski M. (red.), *Prawo gospodarcze. Aspekty publiczno-prawe*, Warszawa 2020.

Gryniuk A., *Kontrowersje wokół pojęcia „system prawa”*, „Studia z Zakresu Nauk Prawnoustrojowych. Miscellanea” 2016, vol. VI.

Grzymisławska-Cybulska M., *Ustawowe determinanty działalności gospodarczej w świetle orzecznictwa sądów administracyjnych*, „Studia Prawa Publicznego” 2014, nr 1(5).

Halpern J.S., *Real Estate Investment Trusts and The Tax Reform Act of 1976*, „Tax Lawyer” 1978, vol. 31, issue 2.

Hanusz A. (red.), *Prawo finansowe. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2019.

Hayton D.J., *Hayton & Marshall Commentary and Cases on The Law of Trusts and Equitable Remedies*, London 2001.

Hoc S., *Prawo administracyjne gospodarcze. Wybrane Zagadnienia*, Warszawa 2005.

Hofert S., Möller C., *Introduction of real estate investment trusts in Germany*, „Law and Financial Markets Review” 2007, vol. 1, issue 2.

Hsu H., *An examination of the impact of the Tax Reform Act of 1986 on real estate investment trusts*, praca doktorska, Lehigh University 1992.

Imperiale R., *Getting Started in Real Estate Investment Trusts*, Hoboken 2006.

Iwanicz-Drozdowska M., *Regulacje ostrożnościowe – powstanie i ewolucja*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9.

Jagodić D., Dobrojević G., Suljić S., *REIT Regimes in EU Countries—Institutional Environment versus Attractiveness of Real Estate Investment Vehicles*, 3rd International scientific conference „*Knowledge and business challenge of globalisation in 2011*”, Rijeka 2011.

Jamróży M., *Metody unikania podwójnego opodatkowania w świetle wielostronnej konwencji implementującej środki traktatowego prawa podatkowego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2018, vol. 107.

Jamróży M., Kudert S., *Optymalizacja opodatkowania dochodów przedsiębiorców*, Warszawa 2013.

Jamróży M., Łożykowski A., *Doświadczenia polskie w minimalnym opodatkowaniu: podatek od przychodów z budynków*, „Finanse i Prawo Finansowe” 2021, vol. 2(30).

Janicka M., *Wpływ procesów prywatyzacyjnych na rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Lata 1990-1996*, „Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica” 2000, nr 151.

Jankowska A., Marek M., *Dopuszczalność pomocy publicznej. Uregulowania wspólnotowe i krajowe*, Warszawa 2009.

Jankowski J., Klimiuk W., *Podatek od nieruchomości komercyjnych – podatek dochodowy czy majątkowy*, „Kwartalnik Prawa Podatkowego” 2018, nr 3.

Jaślan J., Jaślan H., *Słownik terminologii prawniczej i ekonomicznej angielsko-polski*, Warszawa 2015.

Jaworski W., [w:] *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, Warszawa 2005.

Jóźwiak I., *Obowiązek notyfikacji w przypadku zamiaru nabycia lub objęcia akcji lub praw do akcji lub stania się podmiotem dominującym domu maklerskiego*, [w:] *Kształtowanie się spółki akcyjnej a doświadczenia polskie*, red. M. Michalski, Warszawa 2020.

Juja T., Krzeczek J., *Niedostateczna kapitalizacja i jej wpływ na wysokość kosztów uzyskania przychodów*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2016, vol. 4, nr 4.

Katner W.J., *Prawo działalności gospodarczej*, Warszawa 2003.

Kawulski K., Smykla B., *Nadzorcze normy ostrożnościowe w polskim prawie bankowym*, „Biuletyn Bankowy. Vademecum Bankowca” 1999, luty.

Kędzierska-Cieślak A., *Powiernictwo (próba określenia konstrukcji prawnej)*, „Państwo i Prawo” 1977, nr 8-9.

Kiczka K., *Funkcje administracji gospodarczej jako przedmiot badań*, [w:] *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, Poznań 2006.

Kiczka K., *Problemy badawcze uprawniających aktów administracyjnych w działalności gospodarczej*, [w:] *Środki prawne publicznego prawa gospodarczego*, red. L. Kieres, Wrocław 2007.

Kidyba A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2018.

Kidyba A., *Komentarz aktualizowany do art. 301-633 kodeksu spółek handlowych*, LEX 2024.

Kidyba A. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I*, Warszawa 2018.

Klementowski M., *Powszechna historia ustroju*, Warszawa 2012.

Koch A., Napierała J. (red.), *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2017.

Kocowski T., *Reglamentacja działalności gospodarczej w polskim administracyjnym prawie gospodarczym*, Wrocław 2009.

Kohutek K., *Aksjologia publicznego prawa konkurencji*, [w:] *Aksjologia publicznego prawa gospodarczego*, red. A. Powalowski, Warszawa 2022, Legalis.

Komierzyńska-Orlińska E., *Charakter prawny Komisji Nadzoru Finansowego*, „Opolskie Studia Administracyjno-Prawne” 2018, XVI/1(2).

Kondej M., *Zarys pojęcia kapitału zakładowego*, „Kwartalnik Prawo-Społeczeństwo-Ekonomia” 2015, nr 3.

Kondej M., *Klauzula przeciwko unikaniu opodatkowania*, Warszawa 2024.

Kosikowski C., *Publiczne prawo gospodarcze Polski i Unii Europejskiej*, Warszawa 2007.

Kosikowski C., Olszak M., *Od prawa bankowego do prawa rynku kapitałowego*, [w:] *System prawa finansowego. Tom IV. Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, red. J. Głuchowski.

Kosikowski C., *Koncesje i zezwolenia na działalność gospodarczą*, Warszawa 2002.

Kowalczyk-Rólczyńska P., [w:] *Rynek nieruchomości w Polsce. Teoria i praktyka*, D. Ostrowska, P. Kowalczyk-Rólczyńska, P. Jamróz, A. Staniszevska, E. Spigarska, M. Staśkiel, Warszawa 2015.

Kowalik M., *Ryzyko w działalności bankowej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2002, nr 565.

Kożuch M., *Prawne i finansowe ujęcie pomocy publicznej*, [w:] *Pomoc publiczna. Doświadczenia wybranych sektorów gospodarki*, red. M. Kożuch, Kraków 2017.

Kruczalak K., [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczalak, Warszawa 2001.

Krysiak A., [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2024, s. 1930.

Kuca G., [w:] *Administracja publiczna. Ustrój administracji państwowej centralnej. Tom I*, red. B. Szmulik, K. Miaskowska-Daszkiewicz, Warszawa 2012.

Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Warszawa 2006.

Kucharska-Stasiak E., *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Warszawa 2016

Kucharska-Stasiak E., *Rynek nieruchomości i jego struktura*, [w:] *Podstawy funkcjonowania rynku nieruchomości. Ujęcie teoretyczne*, red. E. Kucharska-Stasiak, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica”, Nr 187/2005.

Kucharska-Stasiak E., *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2006, vol. 14 nr 1.

Kucharski K., [w:] *Prawo przedsiębiorców*, red. B. Rakoczy, Warszawa 2020.

Kunkiel-Kryńska A., *Metody harmonizacji prawa konsumenckiego w Unii Europejskiej i ich wpływ na procesy implementacyjne w państwach członkowskich*, Warszawa 2013.

Kuros S., Toczek M., Kuraś A., *Spółki osobowe: prawo spółek, prawo podatkowe i bilansowe*, Warszawa 2012.

Kuryłowicz M., Wiliński A., *Rzymskie prawo prywatne. Zarys Wykładu*, Warszawa 2013.

Kurzac M., *Unikanie opodatkowania a uchylanie się od opodatkowania – o kryteriach rozróżniających*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2017, nr 105.

Laprade F.M., *Rights and obligations of shareholders. National regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency*, European Parliament 2012, ([bit.ly/3WDI552](http://bit.ly/3WDI552)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Lang W., *System prawa i porządek prawny*, [w:] *System prawa a porządek prawny*, red. O. Bogucki, S. Czepita, Szczecin 2008.

Langbein J.H., *The Secret Life of the Trust” The Trust as an Instrument of Commerce*, „Yale Law Journal” 1997, vol. 107, Issue 1.

Leszczyński L., *Konstytucyjne klauzule generalne – między konstrukcją legislacyjną a jej implementacją*, „Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej” 2022, nr 1.

Llewellyn D., *The economic rationale for financial regulation*, Financial Services Authority 1999.

Lepaulle P., *Traité théorique et pratique des trusts en droit interne, droit fiscal et en droit international*, Paryż 1932.

Lissoń P., *Funkcje administracji gospodarczej a wyspecjalizowane organy administracji (ze szczególnym uwzględnieniem organów niezależnych od rządu)*, [w:] *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, Poznań 2006.

Litwińczuk H., *Międzynarodowe prawo podatkowe*, Warszawa 2020.

Liżewski B., *System prawa a porządek prawny. Między konstrukcją normatywną a prawem w działaniu*. Warszawa 2021, Legalis.

Loftus J.H., Naragon A., Herald E., Barrett P., Jetter C., *Real Estate Tax Update*, „Real Estate Finance” 2012, vol. 29 (1).

Lynn T., *Real Estate Investment Trusts: Problems and Prospects*, „Fordham Law Review” 1962, vol. 31, issue 1.

Malliou A., Mintzas T., Kilatou M., Nikolaidi I., Nikolaou N., [w:] *The real estate investment structure taxation review*, red. G.A. Giannantonio, T. Steinmann, London 2023.

Małecka E., *Prawnoadministracyjne instrumenty antymonopolowe przysługujące Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie sektora bankowego. Wybrane Zagadnienia*, [w:] *Rynek usług finansowych: inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych – między teorią a praktyką*, red. J. Olszewski, Warszawa 2020.

Małecki P., Mazurkiewicz M., *CIT. Podatki i rachunkowość. Komentarz*, Warszawa 2023, LEX.

Małecki W., *O właściwej i niewłaściwej reglamentacji podejmowania działalności gospodarczej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis” 2019, vol. 329.

Mattson-Teig B., *Past Financial Lessons Helped REITs Adapt During Pandemic Crisis*, NAREIT 2020, (<https://www.reit.com/news/reit-magazine/july-august-2020/past-financial-lessons-helped-reits-adapt-during-pandemic-crisis>), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Mayo H.B., *Inwestycje*, przeł. K. Perez, M. Łukowski, Warszawa 2014.

Mazurczak A., *Znaczenie funduszy nieruchomości typu real estate investment trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*, praca doktorska, Poznań 2011.

Marzuki M.J., Newell G., *The evolution of Belgium REITs*, „Journal of Property Investment & Finance” 2019, vol. 37, nr 4.

Maśnicki J., *Koncepcje implementacji prawa pochodnego*, „Studia Europejskie” 2015, vol. 19, (2/74).

McCall J.H., *A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basics of REITs*, „Transactions: The Tennessee Journal of Business Law” 2001, vol. 2, issue 3, s. 6.

Michałowska K., *Trust i stosunki powiernicze w prawie angielskim*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1996, z. 2.

Michorowski M., *Publiczna oferta akcji jako forma pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo – pozytywne i negatywne aspekty pierwszej oferty publicznej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2013, nr 901.

Mizerski G., *Real estate investment trusts (REITs): efektywne inwestowanie na rynku nieruchomości*, Warszawa 2020.

Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2007, nr 209.

Modzelewski W., Pyssa J. (red.), *Komentarz do ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych*, Warszawa 2025, Legalis.

Molski R., [w:] *Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę*, red. A. Powałowski, Warszawa 2016, Legalis.

Monkiewicz J., *Wyzwania współczesnego nadzoru nad rynkiem finansowym*, [w:] *Wyzwania współczesnych rynków finansowych*, red. L. Gąsioriewicz, J. Monkiewicz, Warszawa 2019.

Monkiewicz J., *Wybrane problemy kształtowania się nadzoru ubezpieczeniowego w Polsce w minionym piętnastolecu*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” 2007, nr 1(2).

Monroe P., *REITs Amidst the Current Real Estate Crisis: An Analysis of the REITs Investment Diversification and Empowerment Act*, „Rutgers Business Law Journal” 2009, vol. 6, issue 1.

Mroczkowski R., *Prawne formy realizacji kompetencji nadzorczych Komisji Nadzoru Finansowego*, [w:] *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2012, LEX.

Mroczkowski R. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014.

Mróz T., *Funkcje kapitału zakładowego a przedmiot wkładu w spółkach kapitałowych (ze szczególnym uwzględnieniem aportu)*, [w:] *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci prof. Ireneusza Weissa*, Kraków 2004.

Nadolska A., *Status prawny Komisji Nadzoru Finansowego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2011, vol. 45.

Nałęcz A., *Uznanie administracyjne a reglamentacja działalności gospodarczej*, Warszawa 2010.

Navega dos Santos K., *Investment funds in Luxembourg*, Coimbra 2019.

Nawrot R.A., *Międzynarodowe unikanie opodatkowania dochodu i jego regulacje w prawie polskim*, Warszawa 2018.

Oh J.S., Verstein A., *A theory of REIT*, „The Yale Law Journal” 2024, vol. 133, nr 3.

Opalski A., [w:] *System Prawa Prywatnego. Tom 17B. Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2016.

Orlik P., *Umorzenie udziałów w spółce z o.o. w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2001, nr 2.

Osajda K., Dybiński J. (red) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, Warszawa 2023, Legalis.

Oyranowski B., *Makroekonomia*, Kraków 1998.

Ożga E., *The great dictionary of law and economics. Vol. 1. English-Polish*, Warszawa 2018.

Pabis R., [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Warszawa 2022.

Pachucki M., Plutecki A., *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*, Warszawa 2018.

Papież R., *Real Estate Investment Trust na świecie. Implikacje dla Polski*, Toruń 2021.

Pettit P.H., *Equity and the Law of Trusts*, Oxford 2012.

Pietrewicz M., Felis P., Jamroży M., Szlęzak-Matusiewicz J., *Przesłanki i kierunki zmian w polskim systemie podatkowym – wybrane zagadnienia*, [w:] *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Warszawa 2014.

Popowska B., *Klasyfikacja funkcji administracji w nauce publicznego prawa gospodarczego*, [w:] *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, Poznań 2006.

Popiołek W., *Prawa podmiotowe uczestników spółek handlowych*, „Monitor Prawniczy” 2015, nr 7.

Popiołek W., [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. P. Pinior, J.A. Strzępka, Warszawa 2024.

Przeszło E., [w:] *Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej. Komentarz*, red. A. Powałowski, Warszawa 2007.

Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Prawo spółek*, Kraków 2004.

Rabska T., *Gospodarka rynkowa i jej zasady*, [w:] *Konstytucja i gospodarka*, red. P. Kaczanowski, Warszawa 1995.

Ransopher T.D., *Tax Reform Act of 1976, Part II, Changes Affecting Business*, „Woodrow Wilson Journal of Law” 1978, vol. 1, issue 4.

Rubin L.W., *Regulated Investment Companies*, „The Tax Magazine” 1950, vol. 2, issue 6.

Ruta M., Adamczyk K., *Spółka rynku wynajmu nieruchomości – ocena projektowanej konstrukcji organizacyjno-prawnej i jej wpływu na polski rynek nieruchomości komercyjnych*, „Przegląd Prawno-Ekonomiczny” 2017, nr 38.

Rykowski R., *Pojęcie powiernictwa – konstrukcja prawna zarządu powierniczego*, Warszawa 2005.

Samuelson P., Nordhaus W., *Ekonomia. Tom I*, Warszawa 2009.

Schwarz S.L., *Securitization and structured finance*, [w:] *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure*, red. G. Caprio, Boston 2013.

Schnure C., *2022 Outlook for the Economy, Commercial Real Estate and REITs*, NAREIT 2021, ([bit.ly/4nIAQUr](https://bit.ly/4nIAQUr)), (dostęp: 30.11.2025 r.).

Semer S.L., *A Brief History of US REITs*, „Canadian Tax Journal” 2009, vol. 57, nr 4.

Sierpińska M., Kulisa B., *Koszty finansowania dłużnego w świetle nowych rozwiązań podatkowych*, „Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 514.

Sikorski G., *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2015.

Singer R.J., *Understanding REITs, UPREITs, and Down-REITs, and tax and business decisions surrounding them*, „Virginia Tax Review” 1996, vol. 16, issue 2.

Skoczny T., *Stan i tendencje rozwojowe prawa administracji regulacyjnej w Polsce*, [w:] *Ius Publicum Europeum*, Warszawa 2003.

Skorosz W., [w:] *Prawo rynku finansowego. Prawo bankowe. Komentarz, Tom XA*, red. J. Dybiński, Warszawa 2025.

Skwirowska J., *Opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych spółki komandytowej*, „Przeгляд Prawniczy” 2021, nr 1 (51).

Smith L.J., de Cussy C., Taylor C., Włudyka T., *Prawo spółek w Republice Federalnej Niemiec, Wielkiej Brytanii, Francji i Włoszech*, Kraków 2000.

Sobol E. (red.), *Słownik języka polskiego PWN*, Warszawa 2009.

Sołtysiński S., Szajkowski A., Szwaja J., *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom II*, Warszawa 1996

Sotelo R., McGreal S. (red.), *Real estate investment trusts in Europe. Evolution, regulation, and opportunities for growth*, Berlin 2013.

Stec P., *Powiernictwo w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2005.

Stec P., *O anglosaskim i kontynentalnym rozumieniu powiernictwa*, „Problemy Współczesnego Prawa Międzynarodowego Europejskiego i Porównawczego” 2003, vol. 1.

Stelmach J., Brożek B., *Metody prawnicze*, Kraków 2006.

Strzelbicki M., *Wpis do rejestru działalności regulowanej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2005, z. 4.

Strzyczkowski K., *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 2007.

Szafański A., *O metodach badawczych w publicznym prawie gospodarczym*, „Studia Prawa Publicznego” 2023, nr 4.

Szczeńiak P., *Zgrupowania solidarnościowe banków spółdzielczych. Konstrukcja normatywna*, Warszawa 2022.

Szewczyk J., *Obowiązki notyfikacyjne związane z obrotem instrumentami finansowymi*, „Monitor Prawa Handlowego” 2021, nr 2.

Szewczyk M., *Nadzór w materialnym prawie administracyjnym: administracja wobec wolności, własności i innych praw podmiotowych jednostki*, Poznań 1996.

Szpak A., *Implementacja międzynarodowego prawa humanitarne na tle aktualnych naruszeń tego prawa*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2006, nr 4.

Szydło M., *Wpływ współpracy międzyinstytucjonalnej przy tworzeniu prawa na jego jakość*, „Przegląd Legislacyjny” 2020, nr 23.

Szydło M., [w:] *Konstytucja RP. Komentarz. Tom I*, red. M. Safjan, L. Bosek, Warszawa 2016.

Szydło M., *Wolność działalności gospodarczej jako prawo podstawowe*, Bydgoszcz–Wrocław 2011.

Szydło M., *Koncepcja koncesji w ujęciu klasycznym i jej recepcja w prawie polskim*, „Państwo i Prawo” 2004, z. 1

Szymczak I., *Metoda nauki o porównywaniu systemów prawnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, nr 3.

Tax Briefing, *American Jobs Creation Act of 2004*, „The Tax Magazine” 2004, vol. 82, issue 11.

Teichmann C., *Corporate governance – między prawem a rynkiem*, [w:] *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Kraków 2006.

Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010.

Tim A., [w:] *Opodatkowanie spółek osobowych i ich wspólników*, red. A. Mariański, Warszawa 2018.

Trubalski A., *Wybrane aspekty implementacji dyrektyw Unii Europejskiej do systemu prawnego Rzeczypospolitej Polskiej*, „Przegląd Prawa Konstytucyjnego” 2013, nr 1.

Trzebiński A.A., *Wpływ czynników prawno-podatkowych na funkcjonowanie funduszy typu REITs w krajach europejskich*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2013, zeszyt 1.

Tymiński A., Wróblewska J., Gołąbeska E., [w:] *Rynek nieruchomości mieszkalnych w Polsce w ujęciu prawnym, ekonomicznym, ekologicznym i finansowym*, red. E. Gołąbeska, Białystok 2024.

Ubermanowicz S., *Idee – studium definicyjne*, (<https://repozytorium.amu.edu.pl/server/api/core/bitstreams/210ce751-d200-41a2-9d0d-becd7f05df12/content>), s. 46, (dostęp: 30.11.2025 r.).

van Deusen M.C., O'Brien A.G., *The PATH Act Changes to the REIT and FIRPTA Rules: A User's Guide*, „The Tax Magazine” 2017, vol. 95, issue 1.

Valachi D.J., *REITs: Historical Perspective*, „The Appraisal Journal” 1977.

Wajda P., *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009.

Waligórski M.A., *Koncesje, zezwolenia i licencje w polskim administracyjnym prawie gospodarczym*, Warszawa 2012.

Waters D.W., *The Common Law Trust in Modern World*, Forum Internationale 1984.

Wierzińska M., *Ryzyko w gospodarce rynkowej w okresie transformacji systemowej*, Lublin 1996.

Wierzbowski M, Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I i II*, Warszawa 2023.

Wiśniewska M.A., *Inwestycje w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Warszawa 2011.

Wittlin E.C., *The Real Estate Investment Trust – Past, Present, and Future*, „University of Pittsburgh Law Review” 1961, vol. 23, s. 782.

Wolniewicz-Słomka K., *Projektowanie i implementacja polityki publicznej – przegląd podejść teoretycznych*, „Studia z Polityki Publicznej” 2022, vol. 9, no. 3.

Wolska H., *Model relacji pomiędzy krajowymi organami administracji publicznej a przedsiębiorcami*, Warszawa 2022.

Wong W.C., Ooi J.T.L., *Property development activities: value creation or distraction for REITs?*, „Journal of Property Investment & Finance” 2022, vol. 40, nr 3.

Wroniecki P.W., *Administracyjnoprawne uwarunkowania przeobrażeń własnościowych wybranych kategorii podmiotów gospodarczych [w:] Prawo administracyjne i gospodarcze a sytuacja przedsiębiorcy na rynku polskim*, red. M. Górski, K. Zapała, Kielce 2014.

Wyciśłok J., *Optymalizacja podatkowa. Legalne zmniejszanie obciążeń podatkowych*, Warszawa 2013.

Zacharasiewicz M., *Trust i inne stosunki powiernicze w prawie porównawczym i prawie międzynarodowym*, Katowice 2016.

Zapadka P., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 1.

Zawadzka P., *Modele nadzoru rynku finansowego. Aspekty prawne*, Warszawa 2017.

Zdyb M., *Publiczne prawo gospodarcze*, Lublin 1995.

Zdyb M., *Wspólnotowe i polskie publiczne prawo gospodarcze. Tom II*, Warszawa 2008.

Zdyb M., Lubeńczuk G., Wołoszyn-Cichocka A., *Prawo przedsiębiorców. Komentarz*, Warszawa 2019.

Zdyb M., *Działalność gospodarcza i publiczne prawo gospodarcze*, Kraków 2002.

Żwirbla A., *Dźwignia finansowa – próba krytyki oraz syntezy poglądów (artykuł dyskusyjny)*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2007, nr 97.

Żywicka A., *W sprawie redefinicji funkcji administracji gospodarczej w warunkach społecznej gospodarki rynkowej (na przykładzie funkcji administracji miar)*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio G (Ius)” 2017, vol. 64, nr 1.

### **Źródła internetowe**

<https://www.blackrock.com/uk/solutions/investment-trusts/understanding-investment-trusts>.

<https://edition.cnn.com/2022/01/14/investing/blackrock-earnings-assets-ishares/index.html>.

<https://www.kimcorealty.com/about-us>.

<https://www.reit.com/what-reit>.

<https://nbp.pl/archiwum-kursow/tabela-nr-198-a-nbp-2016-z-dnia-2016-10-12/>.

<https://www.biznes.gov.pl/pl/portal/00116>.

[https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista\\_uprawnien.pdf](https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista_uprawnien.pdf).

[https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista\\_uprawnien.pdf](https://pliki.biznes.gov.pl/akademia/lista_uprawnien.pdf).

<https://gruenderplattform.de/unternehmen-gruenden/gewerbesteuer>.

<https://www.gov.gr/en/sdg/residence/purchasing-and-selling-of-immovable-property/taxation-for-possession-of-real-estate-property/uniform-real-estate-property-tax-enfia>.

<https://www.reit.com/what-reit/types-reits/guide-mortgage-reits>.

[https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Podmioty\\_ryнку\\_kapitalowego.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Podmioty_ryнку_kapitalowego.pdf).

<https://dnarynkow.pl/dlaczego-spolki-realizuja-cross-listing-lub-dual-listing/>.

<https://www.gpw.pl/slownik-terminow-gieldowych?letter=F>.

<https://www.afm.nl/nl-nl/sector/beleggingsinstellingen>.

<https://blog-tpa.pl/2025/03/19/polskie-reit-y-na-finishu-prac-legislacyjnych/>.

<https://bank.pl/reit-y-w-polsce-utracona-szansa-czy-swiadoma-ochrona-ryнку/>.

# WYKAZ TABEL I SCHEMATÓW

## Schematy

**Schemat 1.** Cechy charakteryzujące podmioty działające w modelu REIT

## Tabele

**Tabela nr 1.** Rok przyjęcia ustawodawstwa oraz dopuszczalna forma prawna prowadzenia działalności przez podmiot typu REIT.

**Tabela nr 2.** Wymogi kapitałowe podmiotów typu REIT działających w formie spółki akcyjnej a ogólne wymogi dotyczące spółek akcyjnych.

**Tabela nr 3.** Sposoby uzyskania dostępu do działalności jako podmiot REIT

**Tabela nr 4.** Ograniczenia dotyczące działalności podmiotów typu REIT.

**Tabela nr 5.** Zasady obowiązkowej wypłaty zysków europejskich podmiotów typu REIT.

**Tabela nr 6.** Opodatkowanie na poziomie podmiotów typu REIT.

**Tabela nr 7.** Opodatkowanie na poziomie inwestorów.

**Tabela nr 8.** Wymogi w zakresie dopuszczenia akcji podmiotów typu REIT do publicznego obrotu.

**Tabela nr 9.** Ograniczenia dotyczące struktury własnościowej podmiotów typu REIT.

**Tabela nr 10.** Maksymalny poziom finansowania dłużnego podmiotów typu REIT.