

REIT-uri “made in Romania” - speram, zorii unei noi ere



1. Aspecte generale

În data de 3 septembrie 2024, Senatul a adoptat Proiectul de lege nr. PL-x nr. 433/2024¹ privind regimul aplicabil societăților pentru investiții imobiliare (cunoscute în general drept „*real estate investment trusts*”-“**REIT**”) și societăților cu profil imobiliar” (“**SPI**”) deținute de REIT-uri precum și regimul fiscal aplicabil acestora (“**Proiectul de lege**”).

Proiectul de lege a fost îndelung așteptat atât de sectorul imobiliar, cât și de investitori și de instituțiile pieței de capital, datorită potențialului de a crește prezența sectorului imobiliar (acesta fiind unul dintre motoarele de creștere ale economiei românești) la bursa și de a oferi instrumente de investiții noi și atractive pentru investitori.

REIT-urile sunt reglementate în majoritatea țărilor europene, precum și în restul lumii². În prezent, toate țările G7 și aproape două treimi din țările OCDE au înființat astfel de entități, oferind investitorilor din întreaga lume acces la portofolii de proprietăți imobiliare generatoare de venituri³.

Chintesența REIT-urilor este calitatea lor de entități de tip „*pass-through*” din punct de vedere fiscal, astfel încât impozitarea veniturilor aferente tranzacțiilor cu bunuri imobiliare va avea loc numai la nivelul acționarului (investitorului) și nu la un dublu nivel - al societății și al acționarului.

România este una dintre puținele țări din Europa care nu a stabilit încă un cadru juridic specific pentru REIT-uri. În absența unei legislații UE armonizate privind REIT-urile, încercările anterioare de a reglementa astfel de instrumente în România au eșuat, însă de data aceasta contextul pare să permită un rezultat mai favorabil pentru o reglementare și implementare corespunzătoare, având în vedere și faptul că o astfel de nouă legislație a fost inclusă în recomandările OCDE privind piețele de capital din România⁴.

Prin urmare, scopul Proiectului de lege este de a îndeplini acest obiectiv prin reglementarea REIT-urilor, precum și a conceptului aferent de SPI, ambele urmând a fi supuse unor cerințe obligatorii și unor beneficii (fiscale) semnificative.

2. REIT

2.1 Condiții pentru calificarea unei societăți drept REIT-uri

Exista mai multe cerințe (descrise mai jos) pe care societățile trebuie să le îndeplinească pentru a fi recunoscute drept REIT-uri:

- (a) să fie constituite sub forma unor societăți pe acțiuni (dar nu microîntreprinderi);
- (b) să fie înregistrate în România⁵;
- (c) să fie listate pe o piață reglementată din România⁶. Cu titlu de excepție, pentru o perioadă tranzitorie de 18 luni de la intrarea în vigoare a Proiectului de lege, o societate care începe procesul de listare beneficiază de recunoașterea statutului de REIT, sub rezerva admiterii cu succes la tranzacționare pe o piață reglementată înainte de expirarea acestei perioade tranzitorii.

Comentariu: În forma actuală a Proiectului de lege, societățile listate pe un sistem multilateral de tranzacționare (SMT), cum ar fi AeRO operat de Bursa de Valori București, nu sunt eligibile pentru a intra în categoria REIT-urilor. Cu toate acestea, având în vedere stadiul de dezvoltare a piețelor de capital naționale și condițiile stricte aplicabile societăților listate pe o piață reglementată în comparație cu cele listate pe un SMT, această opțiune poate fi, de asemenea, luată în considerare în continuare.

Condițiile de listare pe piața AeRO sunt mai puțin stricte; de exemplu, capitalizarea anticipată a pieței trebuie să fie de cel puțin 250.000 EUR (pentru categoria standard) pentru societățile listate pe piața AeRO, comparativ cu 1 milion EUR pentru societățile listate pe piața reglementată.

Prin urmare, în procesul legislativ ar putea fi avută în vedere o referire nu numai la piața reglementată, ci și la SMT, pentru a permite o mai mare flexibilitate și a genera o mai mare atractivitate în scopul de a se obține încadrarea în categoria REIT. O astfel de flexibilitate este permisă în alte jurisdicții ale UE, precum Spania, Portugalia, Italia, Finlanda. Acest lucru ar menține un standard rezonabil de transparență și responsabilitate, prevenind în același timp monopolizarea REIT-urilor de către marii jucători de pe piață.

În plus, limitarea posibilității de listare a REIT-urilor doar pe piața reglementată internă ar putea fi, de asemenea, reanalizată, pentru a nu genera îngrijorări din perspectiva unei potențiale limitări a liberei circulații a capitalurilor în UE/SEE. Multe dintre jurisdicțiile UE consideră ca această cerință este îndeplinită și în cazul listării atât pe o piață reglementată din UE/SEE, cât și pe o piață internă.

- (d) obiectul lor principal de activitate să fie exclusiv cumpararea, vânzarea și închirierea de bunuri imobile (sau activități similare de cedare sau dobândire a folosinței bunurilor imobile), precum și exploatarea, operarea, gestionarea și dezvoltarea de proiecte imobiliare;
- (e) cel puțin 75% din veniturile lor să provină din activitățile imobiliare descrise la litera (d) de mai sus, inclusiv dividendele de la SPI-uri sau alte REIT-uri;
- (f) distribuirea a cel puțin 90% din profitul lor (după constituirea rezervelor legale) până la finalul exercițiului fiscal următor. REIT-urile și SPI-urile nu pot încheia convenții cu terți prin care să li se impună restricții privind distribuirea dividendelor, contrare celor de mai sus, cu excepția contractelor de credit încheiate cu instituțiile financiare.

Comentariu: Această excepție de la obligația distribuirii dividendelor, destinată probabil să faciliteze finanțarea bancară (având în vedere că restricții privind distribuirea dividendelor sunt uzuale în special în tranzacțiile de

finanțare), ar trebui să fie redactată mai detaliat pentru a clarifica aria sa de aplicabilitate - permite aceasta instituțiilor financiare să impună prin contract o interdicție totală privind distribuirea dividendelor sau doar un prag minim mai scăzut decât pragul legal de 90%? Aceasta clarificare pare necesară și din perspectiva justificării obligației de distribuire a dividendelor reglementată de Proiectul de lege, care pare legată de regimul special de impozitare aplicabil REIT-urilor și SPI-urilor, astfel încât, prin distribuirea obligatorie a dividendelor se asigură ca venitul este transferat la nivelul investitorului, unde să fie și prompt impozitat.

Observăm ca REIT-urile nu sunt supuse unei cerințe specifice exprese privind capitalul social minim, cum este cazul în alte jurisdicții, ceea ce sporește flexibilitatea conceptului⁷. Cu toate acestea, implicit, pentru listarea pe o piață reglementată din România trebuie îndeplinite cerințele legate fie de un capital și rezerve minime de cel puțin 1 milion EUR, fie de o capitalizare de piață anticipată de cel puțin 1 milion EUR⁸.

2.2 Ce investiții pot urmări REIT-urile?

După cum indică definiția din Proiectul de lege, REIT-urile sunt concepute pentru a realiza investiții imobiliare fie direct în bunuri imobile, fie indirect, prin investiții în SPI-uri sau alte REIT-uri. Prin urmare, definiția propusă include un grad ridicat de flexibilitate.

Ca atare, Proiectul de lege limitează tipurile de investiții pe care REIT-urile sunt autorizate să le realizeze la următoarele:

- (a) acțiuni ale altor REIT-uri, dar nu mai mult de 10% din capitalul social al acestora;
- (b) cel puțin 95% din titlurile de participare ale SPI-urilor;

Comentariu: Deși nu este inclusă ca o interdicție expresă, pare să existe o interdicție implicită pentru REIT-uri de a deține acțiuni în societăți altele decât SPI-uri și alte REIT-uri, care ar trebui văzută mai degrabă ca o restricție pozitivă decurgând din natura intrinsecă a REIT-urilor;

- (c) active imobiliare în vederea obținerii de venituri din vânzarea, închirierea sau orice altă formă de cedare a dreptului de folosință asupra acestor proprietăți imobiliare.

Comentariu: Conceptul de „activ imobiliar” ar trebui definit în lege pentru a evita riscul unor interpretări divergente;

- (d) alte tipuri de investiții cu profil preponderent imobiliar, inclusiv centre recreative, facilități sociale, centre comerciale, centre de servicii.

Comentariu: Nu este clar ce se înțelege exact prin „investiții cu un profil preponderent imobiliar”, deoarece nu există o definiție generală, ci doar câteva exemple (totuși, acestea par să acopere doar investițiile directe în bunuri, însă o clarificare în această privință ar fi foarte binevenită);

- (e) drepturile de folosință pe termen lung asupra unor proprietăți imobiliare (cel puțin 10 ani), inclusiv închiriere, concesiune sau orice altă formă de dobândire a dreptului de folosință a unei proprietăți imobiliare, în scopul cedării acestor drepturi către terți și obținerii de venituri;
- (f) bunuri imobile utilizate în domeniul agricol sau al silviculturii în vederea producției de produse agricole sau exploatarea domeniului silvic;

- (g) bunuri mobile sau imobile necesare pentru desfășurarea activității acestora.

2.3 Cine poate înființa un REIT?

REIT-urile pot fi înființate de orice entitate publică sau privată sau persoană fizică. Desigur, cerința de listare pe o piață reglementată poate limita interesul și posibilitatea practică de a înființa un REIT la sfera marilor jucători de pe piața.

În cazul în care este înființat de o autoritate de stat sau de o altă entitate publică, aceasta ar trebui să dețină cel puțin 25% din capitalul social al REIT, dar nu mai mult de 75% din acesta. Ca atare, REIT-urile pot acționa ca un instrument eficient de investiții generate de către stat în sectorul imobiliar.

Din păcate, spre deosebire de alte jurisdicții precum Belgia, Japonia, China, Turcia⁹, investițiile în infrastructura specifică intervenției statului nu sunt reglementate și nici măcar nu sunt menționate în Proiectul de lege.

3. SPI-uri

SPI este definită ca o societate (cu răspundere limitată sau pe acțiuni) înregistrată în România sau într-un alt stat din Uniunea Europeană, deținută de un REIT în proporție de cel puțin 95% și care are ca obiect principal de activitate cumpărarea și vânzarea de bunuri imobile, exploatarea, gestionarea și/sau dezvoltarea de proiecte imobiliare și închirierea bunurilor imobile proprii.

SPI-urile sunt obligate să distribuie sub formă de dividende către REIT-uri și, dacă este cazul, către ceilalți asociați/acționari, 100% din profit (după constituirea rezervei legale) până la finalul exercițiului financiar următor celui în care a fost obținut.

Nivelul foarte ridicat impus pentru distribuirea dividendelor - 90 % pentru REIT și 100 % pentru SPI - este o consecință a naturii lor de entități de tip „*pass-through*” (a se vedea secțiunea 5.1 de mai jos)¹⁰.

4. Limitari/obligații operaționale ale REIT-urilor și SPI-urilor

Proiectul de lege reglementează obligații și limitari în legătură cu activitatea desfășurată de REIT-uri și SPI-uri:

- (a) Raport împrumut / active - contractarea împrumuturilor de la terți este permisă în limita a 65% din totalul activelor sale (probabil, totalul activelor din bilanț);
- (b) Garanții restricționate - orice garanție constituită pentru a asigura împrumuturi de la terți trebuie să fie limitată la „*activele aferente proiectului finanțat*”. În mod normal, acest lucru este menit să prevină riscul de contaminare prin extinderea executărilor silite asupra activelor performante în caz de *default* al investițiilor neperformante deținute de același debitor.

Comentariu: Această restricție ar necesita o detaliere sau clarificare suplimentară; astfel cum este redactată în prezent, pare să implice faptul că garanțiile sunt admise doar la finanțările de tip *project finance* (de exemplu, o linie de credit contractată pentru nevoile generale ale societății sau pentru alte scopuri specifice care nu sunt de tip *project finance* nu ar putea fi garantată, ceea ce ar fi nerezonabil). O astfel de interdicție potențială (bazată pe o asemenea posibilă interpretare a actualei formulări a Proiectului de lege) ar fi exagerată, deși beneficiile restricționării acordării de garanții de către REIT-uri sunt, în general, bine primite de piețe.

- (c) Nu sunt permise restricții contractuale privind distribuirea dividendelor, cu excepția contractelor de credit încheiate cu instituțiile financiare;¹¹
- (d) Cerințe privind evaluarea anuală de către un evaluator independent a activelor imobiliare deținute de REIT-uri și de SPI-uri în portofoliul lor respectiv;
- (e) Obligația REIT-urilor de a încheia o asigurare pentru toate activele imobiliare pe care le dețin și de a se asigura ca SPI-urile din portofoliul lor încheie o asigurare pentru propriile lor active imobiliare.

Comentariu: Nu sunt reglementate niciun fel de cerințe/parametri minimali pentru o astfel de asigurare, prin urmare aceasta cerința pare mai degrabă una de tipul „bifați casuța”.

5. Beneficii ale REIT-urilor și SPI-urilor

5.1 Scutirea de la plata impozitului pe profit (principiul „pass-through”)

Investițiile imobiliare sunt costisitoare, deoarece, pe lângă capitalul destul de ridicat necesar unei achiziții imobiliare, în general investițiile imobiliare sunt supuse dublei impozitari, și anume: (i) impozitarea veniturilor obținute de societatea care deține activele imobiliare și (ii) impozitarea dividendelor distribuite asociaților/acționarilor acestei societăți.

În conformitate cu standardele internaționale, Proiectul de lege vizează un regim fiscal mai favorabil, întrucât veniturile atât ale REIT-urilor, cât și ale SPI-urilor vor fi considerate neimpozabile dacă rezulta din: (a) vânzarea și/sau cedarea folosinței activelor imobiliare, (b) mentenanța și/sau managementul activelor imobiliare, (c) dividendele de la SPI-uri și alte REIT-uri, (d) vânzarea titlurilor de participare la SPI-uri și a valorilor mobiliare la alte REIT-uri și (e) dobânzi aferente împrumuturilor acordate SPI-urilor.

Astfel, se evita dubla impozitare în cazul REIT-urilor și al SPI-urilor care sunt considerate entități de tip “pass-through”, asigurându-se astfel ca venitul este impozitat doar în amonte, la nivelul investitorului (respectiv, prin impozitul pe dividende) nu și în aval, la nivelul entității care deține activele/activitățile imobiliare.

Pentru a beneficia de facilitățile fiscale acordate prin Proiectul de lege, REIT-urile trebuie să îndeplinească în mod continuu cerințele de la secțiunea 2.1 de mai sus. În caz contrar, în situația în care REIT-urile respective nu au luat toate măsurile necesare pentru a asigura respectarea acestor cerințe în termen de 6 luni de la data la care aceste cerințe nu au mai fost îndeplinite, REIT-urile respective și SPI-urile din portofoliul acestora vor trebui să plătească retroactiv impozitul pe profit aferent perioadei respective de 6 luni.

Procedura de acordare/recunoaștere a acestor facilități fiscale pentru REIT-uri urmează să fie adoptată de către ANAF. Cu toate acestea, Proiectul de lege prevede deja un mecanism de auto-certificare prin care REIT-urile trebuie să depună trimestrial la ANAF o declarație pe propria răspundere ca îndeplinesc condițiile pentru a beneficia de scutirea de impozit în calitate de REIT-uri.

5.2 Alte beneficii

În timp ce beneficiile fiscale sunt singurele beneficii reglementate în mod expres de Proiectul de lege, REIT-urile au și alte beneficii suplimentare care sunt destul de substanțiale, la nivel micro și macro.

În calitate de societăți listate la bursa, REIT-urile trebuie să asigure un nivel ridicat și continuu de transparență și o mai bună guvernanta corporativă, precum și o supraveghere adecvată a activităților în beneficiul investitorilor.

REIT-urile ofera, de asemenea, o diversitate sporita și, prin urmare, predictibilitate și stabilitate a veniturilor și ofera acces publicului larg la investiții în active imobiliare de mare valoare, care altfel ar fi prohibitive. Acestea reprezintă, într-un fel, un „instrument de democratizare” a investițiilor imobiliare, dar în același timp și un „instrument de cunoaștere” care aduce un nivel sporit de sofisticare mediului imobiliar românesc.

Și nu în ultimul rând, REIT-urile pot fi vazute ca un „instrument de securitizare” care muta accentul de la activele particulare la un grup de active concentrate de catre profesioniști sub aceeași umbrela (SPI-uri, REIT-uri) cu avantajul important ca investitorii individuali/mici care investesc prin intermediul REIT-urilor în bunuri imobile nu vor mai purta povara gestionarii activelor individuale (costuri de mentenanța și reparații, relația cu chiriașii și autoritațile etc.).

6. Ce urmeaza?

Pentru a intra în vigoare, Proiectul de lege trebuie sa fie adoptat de Camera Deputaților (forul decizional).

Având în vedere impactul potențial semnificativ atât asupra sectorului imobiliar, cât și asupra piețelor de capital, este de așteptat (și ar fi chiar recomandabil) ca anumite aspecte-cheie sa fie clarificate în continuare pentru a se asigura o punere în aplicare facila și eficienta a Proiectului de lege.

De exemplu, în afara de anumite aspecte esențiale subliniate mai sus, interacțiunea dintre noua lege privind REIT-urile și legislația existenta care reglementeaza fondurile de investiții alternative¹² ar trebui sa fie re-analizata într-o mai mare masura¹³, în special pentru ca fondurile de investiții alternative¹⁴ specializate în investiții imobiliare sunt supuse unor cerințe locale stricte de autorizare și reglementare, fiind supravegheate de Autoritatea de Supraveghere Financiara.

În urma promulgării și publicării în Monitorul Oficial, ANAF ar trebui sa emita procedura de constatare a îndeplinirii criteriilor de recunoaștere a REIT-urilor în termen de 60 de zile de la data intrării în vigoare a legii.

Așteptam cu interes adoptarea Proiectului de lege, speram, în lunile urmatoare, și credem ca REIT-urile pot reprezenta un catalizator pentru dezvoltarea unei piețe imobiliare mai sofisticate, mai bine reglementate și mai raționale, în România.

1. https://www.cdep.ro/pls/proiecte/upl_pck2015.proiect?cam=2&idp=21714.

2. În Europa, REIT-urile au fost reglementate (majoritatea în perioada 2003 - 2011), de exemplu, în Țările de Jos încă din 1969, în Germania, Spania, Franța, Portugalia, Grecia, Irlanda și chiar în Bulgaria încă din 2004. La nivel mondial, REIT-urile sunt reglementate în țari precum SUA, Canada, Brazilia, China, Australia, India, Japonia etc. (sursa: *Comparative summary table of European REIT regimes* publicat de European Public Real Estate Association 2023 : https://www.epra.com/application/files/8716/9383/3509/Comparative_summary_table_of_European_REIT_regimes.pdf).

3. A se vedea nota de subsol 2 de mai sus.

4. A se vedea pagina 21 din Capital Market Review of Romania – towards a national strategy https://www.oecd.org/en/publications/2022/06/capital-market-review-of-romania_165ea5cd.html.

5. Deși este o practică obișnuită în țările UE ca REIT-urile înregistrate să fie constituite la nivel național, unele țări, precum Franța, Italia sau Spania, permit unei subsidiare a unui REIT străin să beneficieze de regimul special al REIT-urilor naționale, cu condiția îndeplinirii anumitor condiții (sursa: a se vedea nota de subsol 2 de mai sus).

6. Majoritatea țărilor solicită listarea REIT-urilor (de exemplu, Regatul Unit, Belgia, Germania, Irlanda), în timp ce Lituania și Țările de Jos nu au prevăzut o astfel de cerință ((sursa: a se vedea nota de subsol 2 de mai sus)).

7. Cerințele privind capitalul social minim variază de la 1,2 milioane EUR în Belgia, la 15 milioane EUR în Franța sau Germania și până la 25 de milioane EUR în Grecia, în timp ce în Irlanda există un prag mult mai scăzut de 25.000 EUR (sursa: a se vedea nota de subsol 2 de mai sus).

8. Cerințele de listare pe piața reglementată din România includ: a) o cerință privind minimum *25% free float* (la care se poate renunța în anumite condiții), b) cerințe minime de capital și rezerve de cel puțin 1 milion EUR în exercițiul financiar precedent sau capitalizare de piață anticipată de cel puțin 1 milion EUR și c) societatea trebuie să fi funcționat în ultimii 3 ani anteriori cererii de admitere la tranzacționare și trebuie să fi întocmit și comunicat raportările financiare pentru perioada respectivă, în conformitate cu legislația aplicabilă (respectiv, situațiile financiare trebuie să fie întocmite în conformitate cu IFRS).

9. A se vedea nota de subsol 2 de mai sus.

10. Reglementarea REIT-urilor în alte jurisdicții impune, de obicei, ca 70-100% din profit să fie distribuit într-o perioadă scurtă de timp (respectiv, anual/pentru fiecare perioadă financiară/până la finalul exercițiului financiar următor/la sau înainte de data depunerii declarației fiscale pentru perioada contabilă relevantă).

11. A se vedea comentariul relevant la Secțiunea 2.1 litera f) de mai sus.

12. Legea nr. 243/2019 privind reglementarea fondurilor de investiții alternative și pentru modificarea și completarea unor acte normative (“**Legea FIA**”).

13. Potrivit avizului eliberat de Autoritatea de Supraveghere Financiară („**ASF**”) în cadrul procesului legislativ la nivelul Senatului, în măsura în care domeniul de activitate al REIT-urilor include și deținerea în „portofoliul” acestora de acțiuni la SPI, nu poate fi exclus ca o astfel de activitate să poată reprezenta o activitate de investiții care să atragă potențial aplicarea regimului de autorizare prevăzut de Legea FIA. Prin urmare, ASF recomandă ca natura și scopul unui REIT să fie clar determinate în lege pentru a se evita clasificarea acestora drept fonduri de investiții alternative specializate în activități imobiliare și aplicarea unui regim strict de autorizare și supraveghere specific organismelor de plasament colectiv.

14. Definiția juridică a unui fond de investiții alternative este foarte largă, incluzând *entități care atrag fonduri de la investitori, în vederea investirii acestora în conformitate cu o politică de investiții definită, în interesul acestor investitori*. Prin urmare, nu este ușor să se facă distincția între societățile comerciale obișnuite și fondurile de investiții alternative specializate în investiții imobiliare doar pe baza definiției (practic între scopul „*comercial*” al unei societăți REIT obișnuite și scopul „investițional” al unui FIA), și o clarificare legislativă ar fi foarte apreciată în acest domeniu.