

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

ANA STRADAR IGLIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**MOŽNOST RAZVOJA NEPREMIČNINSKIH INVESTICIJSKIH
SKLADOV V SLOVENIJI**

Ljubljana, september 2018

ANA STRADAR IGLIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Ana Stradar Iglič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Možnost razvoja nepremičninskih investicijskih skladov v Sloveniji, pripravljene v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Andrejo Cirman

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 6. 9. 2018

Podpis študentke: Ana Stradar Iglič

KAZALO

UVOD	1
1 POJEM NEPREMIČNINE IN VRSTE NEPREMIČNINSKIH NALOŽB	3
2 NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLAD (REIT)	5
2.1 Kaj je REIT	5
2.2 Razvoj REIT trga	6
2.3 Pravna ureditev REIT-ov	8
2.3.1 Združene države Amerike	8
2.3.2 Belgija	9
2.3.3 Francija	10
2.3.4 Nemčija	10
2.3.5 Nizozemska	11
2.3.6 Španija	12
2.3.7 Velika Britanija	13
2.4 Vrste REIT-ov	14
2.4.1 Delitev glede na način trgovanja	14
2.4.2 Delitev glede na poslovno dejavnost	14
2.4.3 Druge vrste REIT struktur	20
2.5 Strategije REIT-ov	23
2.6 Delnice REIT-ov	24
2.7 Prednosti REIT-ov	25
2.8 REIT-i in obrestne mere	30
2.9 Tveganja in slabosti REIT-ov	31
3 GLOBALNI REIT TRG	32
3.1 Velikost in globalna porazdelitev REIT trga	32
3.2 Stopnje zrelosti REIT trgov	36
3.3 Uspešnost REIT trgov	38
3.4 Trendi in izzivi REIT industrije	39
4 RAZISKAVA PRIMERNOSTI SLOVENSKEGA TRGA ZA OBLIKOVANJE REIT-OV	40
4.1 Značilnosti evropskega nepremičninskega trga	40
4.2 Predstavitev slovenskega nepremičninskega okolja	42
4.3 Nepremičninski naložbeni produkti na slovenskem trgu	44
4.4 Pravna ureditev REIT-ov v Sloveniji	45
4.4.1 Določbe Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje	45
4.4.2 Določbe Zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov	47

4.4.3	Določbe Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov	49
4.4.4	Določbe Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb	49
4.5	Upravljalci AIS	50
4.6	Raziskava primernosti REIT koncepta v Sloveniji	51
4.6.1	Analiza prednosti, slabosti, priložnosti, nevarnosti	55
4.7	Prihodnost REIT koncepta v Sloveniji	59
SKLEP		60
LITERATURA IN VIRI		62
PRILOGE		
KAZALO TABEL		
	Tabela 1: Usklajenost cene delnic kotirajočih evropskih REIT-ov v Veliki Britaniji, Nizozemski in Franciji glede na NAV	25
	Tabela 2: Letni donosi naložbenih produktov v Evropski uniji, merjeni v različno dolgih obdobjih (v %)	26
	Tabela 3: Korelacija javno-trgovanih REIT-ov z delniškim trgom v obdobju december 2000 do december 2010	27
	Tabela 4: Velikost trga naložbenih nepremičnin – Globalno	33
	Tabela 5: Velikost trga naložbenih nepremičnin - Evropa	34
	Tabela 6: Pregled globalnega REIT trga	35
	Tabela 7: Razvrstitev držav po stopnji zrelosti REIT režimov	37
	Tabela 8: Letni donos FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Index Series	38
	Tabela 9: Uspešnost (donosnost, preračunana v EUR) in volatilitnost	38
	Tabela 10: Letna uspešnost - celotna donosnost, preračunana v EUR	39
	Tabela 11: Število in velikost REIT-ov in drugih nepremičninskih družb po državah Evrope ter primerjava dividendne donosnosti	39
	Tabela 12: Pomembne transakcije z nepremičninami v letih 2015-2017	43
KAZALO SLIK		
	Slika 1: Spekter tveganja nepremičnin po različnih REIT sektorjih	18
	Slika 2: Tržni delež posameznih lastniških in hipotekarnih REIT-ov v Združenih državah Amerike na dan 31. 8. 2015	20
	Slika 3: Struktura UPREIT	21
	Slika 4: Struktura DownREIT	22
	Slika 5: Celotni povprečni letni donos 15-letnih naložbenih produktov v Evropski uniji	26
	Slika 6: Dividende – dolgoročno stabilen vir prihodkov	30
	Slika 7: Globalna porazdelitev REIT trga	35
	Slika 8: Tržna kapitalizacija REIT-ov glede na zrelost trgov	37

UVOD

Klasične naložbe v nepremičnine oziroma neposredna vlaganja v nepremičnine so pri nas še vedno najbolj zanimiva oblika naložb v nepremičnine. Če se odločimo za takšno obliko vlaganja, običajno to pomeni, da kupimo lastniški delež v določeni nepremičnini in pridobivamo donos na račun rasti cen nepremičnin, kadar se vrednost nepremičnine poveča zaradi sprememb na trgu nepremičnin in/ali prihodkov iz naslova denarnega toka (najemnin), kadar nepremičnino oddajamo v najem. V razvitih finančnih okoljih tovrstnim naložbam predstavlja močno alternativo oziroma dopolnilo drugim finančnim naložbam razvejana ponudba različnih oblik posrednega vlaganja v nepremičnine. Ena izmed njih vključuje nakup delnic ali deleža nepremičninskega investicijskega sklada (angl. *Real Estate Investment Trust*, v nadaljevanju REIT).

REIT-i so vezani na skoraj vsa področja gospodarstva. Posebni so zaradi unikatne davčne strukture, ki je ena njihovih glavnih prednosti. Njihova različnost omogoča tako velikim kot malim vlagateljem, da so udeleženi na nepremičninskem trgu, njihove prednosti investiranja pa so razlog, da imajo pomembno vlogo na vseh razvitih finančnih in nepremičninskih trgih. Priznanje jim dajejo tudi institucionalni investitorji, saj vse več pokojninskih skladov in zavarovalnic investira vanje, z namenom zagotovitve večje likvidnosti v svojih nepremičninskih portfeljih (Mullaney, 1998, str. 277).

Maja 2015 sta bila v Sloveniji sprejeta prenovljen Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 31/15, št. 81/15 in št. 77/16) in Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (Ur.l. RS, št. 32/15), s čimer je bila tudi pri nas sprejeta pravna podlaga za ustanovitev alternativnih investicijskih skladov. Slednjim novi zakon omogoča širši nabor naložbenih politik, saj lahko vlagajo ne samo v delnice, druge sklade in obveznice, pač pa tudi v druge vrste naložb, kot na primer v izvedene finančne instrumente ali v nepremičnine, posredno ali neposredno. Kljub temu, da so se REIT-i v tujini skozi zgodovino izkazali kot zelo uspešni in naložbe v REIT-e slovijo kot ene bolj privlačnih, v Sloveniji navkljub velikim pričakovanjem zanje ni večjega, resnejšega zanimanja. V slabih treh letih od sprejetja zakonske podlage za njihovo ustanavljanje se je pokazalo, da so sorazmerno nezanimivi za upravljavce. Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) v skladu z 39. členom Zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov vodi register upravljavcev alternativnih investicijskih skladov, v katerega so vpisani upravljavci alternativnih investicijskih skladov z dovoljenjem ATVP za opravljanje storitev upravljanja alternativnih investicijskih skladov in registrirani upravljavci alternativnih investicijskih skladov ter alternativni investicijski skladi, ki jih upravljajo. Na dan 5. 1. 2018 so registrirani le trije alternativni investicijski skladi, ki imajo kot naložbeno strategijo izbrane nepremičninske sklade, in sicer Numerica Partnerji DZU d.o.o. in KD Skladi, d.o.o., ki sta upravljavca alternativnih investicijskih skladov z dovoljenjem ATVP in je njuno poslovanje usklajeno s tretjim poglavjem Zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov, ter Elements Skladi, d.d., ki je priglašen, vendar ATVP njegovega poslovanja ne nadzoruje. Vsi so ustanovljeni in se tudi tržijo v Sloveniji (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2018). Razlog za omenjeno stanje se lahko nahaja v morda neustrezni zakonodaji, neprimernem poslovnem okolju ali pomanjkanju izkušenj tako upravljalcev kot tudi vlagateljev.

Cilj magistrske naloge je pregled in proučitev različnih naložbenih možnosti vlaganj v nepremičnine, jih primerjati med sabo, ter poudariti njihove prednosti in slabosti. Poudarek je na REIT-ih, njihovih oblikah, lastnostih in razvoju, z namenom ugotoviti, kakšno naj bi bilo poslovno okolje, ki spodbuja njihovo ustanavljanje. Namen naloge je ugotoviti, ali je slovenski nepremičninski trg primeren za ustanavljanje REIT-ov.

Raziskovalno vprašanje naloge se glasi: »Ali je slovenski trg nepremičnin dovolj velik za oblikovanje REIT-ov?«. Raziskovalni podvprašanja sta naslednji:

- Ali so REIT-i v Sloveniji pod danimi pogoji lahko zanimivi za upravljavce in vlagatelje?
- Ali lahko REIT-i v Sloveniji preoblikujejo nepremičninski trg?

Magistrska naloga je sestavljena iz teoretičnega in empiričnega dela. V teoretično-analitičnem delu sem proučila strokovno literaturo s področja obravnavane teme ter predstavila glavne ugotovitve. Pri tem sem uporabila metodo deskripcije (opisi dejstev, pojavov, empirična potrjevanja odnosov), komparativno metodo (primerjanje dejstev, pojavov, procesov in odnosov ter ugotavljanje podobnosti in razlik, na podlagi katerih lahko pridemo do določenih sklepov), metodo kompilacije (povzetek spoznanj, stališč in sklepov različnih avtorjev) in zgodovinsko metodo (na podlagi dejstev spoznanja v času). Raziskovalno-empirični del temelji na raziskavi slovenskega nepremičninskega trga, katere cilj je dobiti poglobljen vpogled v tematiko raziskovalnega vprašanja in nanj odgovoriti, torej ugotoviti, ali je slovenski nepremičninski trg primeren za ustanavljanje REIT-ov. Uporabila sem metodo raziskovanja s poizvedovanjem. Poskušala sem dobiti čim več različnih pogledov na raziskovalno vprašanje, s čimer sem želela povečati kredibilnost in veljavnost raziskave. Informacije sem zbirala z intervjujem, pri čemer sem izbrala namenski vzorec intervjuvancev, osebe različne stroke oziroma poslovnih profilov, ki naj bi o proučevani temi vedeli največ in bi zato lahko podali kredibilne informacije. Poslovni svet je zelo raznolik, zato ga ne moremo obravnavati celovito in povsem mogoče je, da ga vsi akterji ne gledajo enako. Različne poglede na raziskovalno vprašanje sem poskušala pojasniti z argumentacijo. Vse pridobljene informacije in podatke sem analizirala, tako prišla do določenih ugotovitev in vsebinskega zaključka, na podlagi katerega sem oblikovala splošne trditve, ki sem jih primerjala s teorijo in cilji raziskave.

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih poglavij, tematika pa je dodatno razdelana v podpoglavjih. V uvodnem poglavju sem predstavila obravnavano problematiko in opredelila načrt raziskave. V prvem poglavju sem predstavila različne oblike vlaganj v nepremičnine, v drugem pa podrobno eno izmed oblik posrednega vlaganja v nepremičnine, ki je tudi predmet te naloge, REIT-e, njihove oblike, lastnosti, pravno ureditev v izbranih državah in razvoj REIT trga. Tretje poglavje je namenjeno analizi globalnega REIT trga, stopnjam zrelosti in uspešnosti posameznih trgov, s poudarkom na evropskem trgu, kamor spada tudi Slovenija. Četrto poglavje je namenjeno raziskavi primernosti slovenskega trga za oblikovanje REIT-ov. V njem sem podrobno proučila naš trg nepremičnin in zakonodajo, ki ureja njihovo poslovanje. S pomočjo intervjujev in analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti sem poskušala ugotoviti primernost našega okolja za oblikovanje REIT-ov. Magistrsko delo sem zaključila s sklepnimi ugotovitvami, priporočili in

odprtimi vprašanji, na katera je potrebno najti odgovore, če želimo REIT-om zagotoviti prihodnost na našem trgu nepremičnin.

1 POJEM NEPREMIČNINE IN VRSTE NEPREMIČNINSKIH NALOŽB

Nepremičnine na splošno opisujejo zgrajeno okolje, ki igra pomembno vlogo v vsakem gospodarstvu, družbi in okolju. So eden osnovnih virov zaposlenosti in gospodarske rasti, na katerega se nanašata dva kritična izziva našega časa, zagotavljanje življenjskih in delovnih mest za naraščajočo mestno populacijo in zmanjšanje okoljskega odtisa gradbenega okolja (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, 2016).

Nepremičnina je običajno tudi največje premoženje posameznika in ima zanj uporabno in čustveno vrednost. Kot naložba je zanimiva iz številnih ekonomskih razlogov, predvsem pa zaradi relativno visoke donosnosti in prednosti diverzifikacije portfelja premoženja.

Vlaganje v nepremičnine je ena izmed najstarejših in najbolj priljubljenih oblik investiranja. Je široka kategorija upravljanja, investiranja in finančne dejavnosti, osredotočena na pridobivanje denarnih tokov, nekako vezanih na nepremičnine, pri čemer pa mora biti dobiček ali donos nepremičninske naložbe tako visok, da pokrije sprejeta tveganja in stroške lastništva naložbe v nepremičnino, kot so upravljanje, redno vzdrževanje, zavarovanje in davki. Nepremičnine so se zaradi relativno ugodnega razmerja med donosnostjo in tveganjem, nizko korelacijo donosnosti s preostalimi najbolj razširjenimi finančnimi naložbami (delnicami in obveznicami) ter relativno nizkih obrestnih mer, uveljavile kot obvezna portfeljska naložba številnih investorjev. Na splošno ločimo dve vrsti vlaganj v nepremičnine, neposredno in posredno vlaganje v nepremičnine.

Neposredno vlaganje v nepremičnine vključuje nakup lastniškega deleža v določeni nepremičnini. Donos lahko v tem primeru pridobivamo na račun rasti cen nepremičnin, kadar se vrednost nepremičnine poveča zaradi sprememb na trgu nepremičnin in/ali prihodkov iz naslova denarnega toka (najemnin), kadar nepremičnino oddajamo v najem.

Posredno vlaganje v nepremičnine praviloma vključuje nakup delnic ali deleža v različnih vrstah nepremičninskih družb. Te imajo v lasti in upravljajo portfelj nepremičnin, zato tovrstne naložbe v bistvu pomenijo vlaganje v dobičkonosnost poslovanja in naložbeno strategijo podjetja in ne le posredno v osnovna sredstva sama. Najbolj poznane so:

- **Nepremičninski sklad**, ki je lahko odprt ali zaprt. Medtem ko odprt sklad ni pravna oseba, temveč je združenje premoženja večjega števila lastnikov in je odprt za nove investitorje ter se z njegovimi deleži (investicijskimi kuponji) pogosteje trguje, je zaprt sklad pravni subjekt, ki ni odprt za nove investitorje in se z njegovimi delnicami, katerih število je nespremenljivo, redko trguje. Odprt sklad posledično lahko investitorjem ponudi dosti večjo likvidnost njihovih naložb, mora pa zato tekoče izračunavati in objavljati neto vrednost enote premoženja (ki pomeni razliko med vsemi sredstvi in obveznostmi na število vseh izdanih enot premoženja). Pri zaprtem za to ni potrebe niti zakonske zahteve, saj niso pod pritiskom zahtev za izplačilo

(ob sekundarnem trgovanju velja zakon ponudbe in povpraševanja). Odprt sklad ima zato višje stroške upravljanja portfelja (transakcijski stroški za ohranjanje likvidnosti sklada, provizija ob vstopu in/ali izstopu iz sklada, provizija za uspešnost, ...). Razlika je tudi v primerjanju donosnosti, in sicer so v primeru odprtega sklada izhodišče za benchmarking običajno nepremičninski indeksi, pri zaprtem skladu pa je ciljni donos izražen absolutno (na primer, povprečna letna donosnost je 12 % v naslednjih treh letih). Strategija zaprtega sklada je dogovorjena ob ustanovitvi in se ne spreminja, medtem ko ima odprt sklad fleksibilno, aktivno strategijo. Odprti skladi so v Evropi redki, krizni dogodki na nepremičninskem trgu pa so pogosto sprožili njihovo preoblikovanje v zaprto obliko (Dajčman, 2008, str. 76–78).

- **REIT**, ki ima v primerjavi z drugimi vrstami nepremičninskih družb unikaten davčni status, saj je obdavčitev le na ravni investitorjev in ne tudi podjetja. Z vidika investitorja je podoben klasičnemu odprtemu nepremičninskemu skladu, se pa njega razlikuje po določenih pravnih značilnostih, ki pogojujejo njegovo naložbeno in dohodkovno politiko. Razlika je tudi v trgovanju, saj se z deleži odprtega sklada trguje le na bilateralni ravni med upravljalcem sklada in investitorjem, z delnicami REIT-a pa se trguje na organiziranem sekundarnem trgu (borzi vrednostnih papirjev). Trgovanje z delnicami REIT-a ne vpliva neposredno na premoženje REIT-a, medtem ko mora pri odprtih skladih vrednost kupona vedno odražati vrednost premoženja sklada. Vrednost naložb investitorja odprtega sklada je tako odvisna od fluktuacij na nepremičninskem trgu, vrednost delnic REIT-a pa je v večji meri odvisna od tržnih nihanj na borznem trgu (Kennon, 2016).
- **Nepremičninska operativna družba** (angl. *Real Estate Operating Company*, v nadaljevanju REOC) se od REIT-a razlikuje po tem, da mora plačati standardne podjetniške davke, katerim so se REIT-i izognili, poleg tega REOC reinvestira svoje dobičke v podjetju, namesto da bi jih distribuirala imetnikom delnic sklada v obliki dividend kot pri REIT. Vlagatelji v REOC tako iščejo kapitalske dobičke namesto pasivnih denarnih tokov (REOC, b.l.).
- **Vzajemni nepremičninski sklad** (angl. *Real Estate Fund*, v nadaljevanju REF), ki je vrsta vzajemnega sklada (angl. *Mutual Fund*), ki vlaga v vrednostne papirje nepremičninskih podjetij, torej posredno vlagajo v REIT. Zagotavljajo ustrezno diverzifikacijo med REIT-i z le eno investicijo, saj vključujejo večje število REIT-ov, profesionalni upravljalci skladov pa zagotavljajo, da poslujejo uspešno. Slabost so provizije za upravljanje (1–1,5 % vrednosti naložbe), neosebna obravnava investitorjev in omejeno davčno načrtovanje (Block, 2012, str. 256).
- **REIT skladi, s katerimi se trguje na borzi** (angl. *REIT Exchange-traded Funds*, v nadaljevanju REIT ETFs), ki predstavlja košarico delnic, zbranih s strani sponzorskega podjetja, s katerimi se trguje kot z eno delnico na večjih borzah. Ker vključujejo več različnih vrst REIT-ov, se lahko individualna uspešnost med njimi zelo razlikuje. So ugodna naložbena možnost za vlagatelje, ki iščejo izpostavljenost do REIT-ov in si želijo izogniti preveliki odvisnosti od enega podjetja, geografskega območja ali industrije. Odlikujejo jih široka diverzifikacija, davčna učinkovitost, visoka likvidnost in visoki donosi. Sledijo specifičnemu indeksu in nimajo aktivnega upravljanja portfelja, zato so njihovi stroškovni količniki upravljanja zelo nizki (Block, 2012, str. 257; National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.a).

Na nepremičninskih trgih je torej velika ponudba naložbenih produktov, katere Dajčman (2008, str. 72) razvrsti v tri možne načine vlaganj v nepremičnine, ki se razlikujejo glede na tveganje, donos in diverzifikacijo:

- **Neposredno vlaganje, z lastnim oblikovanjem portfelja nepremičnin:** neposredne investicije v nepremičnine so najmanj korelirane z delnicami in obveznicami, omogočajo poljubno sestavo nepremičnin v portfelju in upravljanje s tem portfeljem, je pa oblikovanje takšnega portfelja časovno zamudno, zahteva velike finančne vložke in je neučinkovito z vidika ekonomije obsega in transakcijskih stroškov.
- **Posredno vlaganje, z investiranjem v vrednostne papirje nepremičninskih podjetij in REIT-e, katerih delnice kotirajo na borzi:** prednosti takšnega investiranja so v nižjih transakcijskih stroških, profesionalnem in davčno učinkovitem upravljanju, fleksibilnosti in transparentnosti, slabost pa je v večji korelaciji delnic teh skladov z delnicami podjetij iz drugih gospodarskih dejavnosti in obveznicami kakor pri neposrednem investiranju v nepremičnine. Cummings (2008, str. 3–4) sicer ugotavlja, da primerjanje posredne naložbe v nepremičnine z delnicami ni povsem primerno, saj vrednost prvih ni tako odvisna od gospodarskih trendov. Določeni dogodki na globalnem nepremičninskem trgu sicer lahko vplivajo nanje, pa vendar so nepremičnine lokalni produkt, katerega dolgoročna vrednost je odvisna od tega, kar se dogaja na lokalnem trgu (pogoji financiranja, recesija, obdavčitev, zakonske ovire, ...).
- **Neposredno vlaganje, z investicijami v sklade, katerih deleži ne kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev:** investitor z naložbo v tak sklad pridobi posredno lastništvo nad nepremičnino, ki je upravljana na stroškovno učinkovit in profesionalen način. Slabost je manjša likvidnost naložbe v primerjavi s posrednim investiranjem v delnice nepremičninskih podjetij in REIT-e.

2 NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLAD (REIT)

2.1 Kaj je REIT

REIT je podjetje, ki ima v lasti ali financira nepremičnine, ki prinašajo dohodek. Njegova posebnost je davčni status, saj je podjetje, ki se kvalificira kot REIT, oproščeno plačila davka od dohodka pravnih oseb, dokler upošteva nekaj pravil, vključno z zahtevo za distribucijo večine, običajno 90 %, obdavčljivega dobička kot dividende svojim delničarjem. Obdavčitev je na ravni investitorjev, katerih dohodek je obdavčen glede na njihovo dohodkovno stopnjo (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.f).

Kot bomo lahko prebrali v poglavjih 2.2 in 2.3, navedena oblika nepremičninskega podjetja izhaja iz Združenih držav Amerike. Značilnosti ameriških REIT-ov so se prenesle na globalno raven in tako so postali model za REIT-e po vsem svetu.

Glavne prednosti REIT-a v primerjavi z drugimi vrstami nepremičninskih družb so torej unikaten davčni status (saj je dohodek REIT-a obdavčen le enkrat, na ravni delničarjev, za razliko od dividend podjetij, ki so enkrat obdavčene na ravni podjetja in nato spet na ravni delničarjev –

dvojna obdavčitev), lažji in cenejši dostop do kapitala, višja ocena vrednosti premoženja zaradi prisotnosti na kapitalskih trgih, diverzifikacija portfelja ter skromna korelacija z Indeksom Standard & Poor's 500 (v nadaljevanju Indeks S&P 500) (Surabhi & Saurabh, 2013).

Za investitorje so REIT-i naložbe skupnega donosa, ki navadno zagotavljajo visoke dividende in možnosti za zmerno, dolgoročno zvišanje vrednosti kapitala. Dolgoročni skupni donosi delnic REIT-ov so običajno nekoliko nižji od donosov delnic večjega tveganja in delnic visoke rasti ter nekoliko višji od donosov drugih naložb z nizko stopnjo tveganja. Delnice REIT-ov so zato podobne obveznicam in niso primerne kot kratkoročna naložba. Tipičen vlagatelj v REIT je dolgoročni, konservativni vlagatelj, ki pričakuje dolgoročno varen donos in/ali išče primerno dopolnilo za svoj portfelj. V REIT lahko vlagajo posamezniki ali podjetja neposredno, z nakupom delnic REIT-a ali posredno, prek REF ali REIT ETFs, ki imajo večino portfelja investiranega v REIT-e (Block, 2012, str. 11).

2.2 Razvoj REIT trga

Na spletni strani Nacionalne zveze REIT (angl. *National Association of Real Estate Investment Trust*, v nadaljevanju NAREIT), ki je svetovni predstavnik REIT-ov in javnih delniških nepremičninskih družb s sedežem na ameriških nepremičninskih in finančnih trgih, najdemo pomembne prelomnice REIT industrije (National Association of Real Estate Investment Trust, b.l.c).

Leta 1960 je predsednik Eisenhower sprejel Zakon o REIT-ih (angl. *Real Estate Investment Trust Act*), s čimer je bilo vsem vlagateljem omogočeno vlagati v razpršene portfelje nepremičnin, ki prinašajo dohodek. Zakon je predvideval zunanje upravljanje REIT-a, upravljalci in svetovalci so bili plačani glede na določen odstotek knjigovodske vrednosti premoženja REIT-a in ne glede na uspešnost, kar je poleg še drugih strukturnih ovir onemogočalo njihovo rast. Istega leta so se pojavili prvi REIT-i, Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate (zdaj Winthrop Realty Trust), Pennsylvania REIT in Washington REIT, od katerih zadnji trije obstajajo še danes.

V Združenih državah Amerike so se REIT-i med letoma 1969 do 1974 širili predvsem na račun hipotekarnih REIT-ov, ki so se ukvarjali z razvojem zemljišč in financiranjem gradnje. Vrhunec se je končal leta 1973 z recesijo zaradi naftnega embarga. Leta 1969 je bila sprejeta prva evropska zakonodaja REIT na Nizozemskem, nato v Avstraliji (1971), Kanadi (1993), na Japonskem (2001), v Franciji (2003), Nemčiji in Veliki Britaniji (2007).

Prva REIT publikacija Realty Trust Review je izšla leta 1970 in še danes obstaja kot e-glasilo REITWrap. Leta 1972 je NAREIT predstavil NAREIT REIT Index, ki je prvi REIT indeks in osnova vlagateljem za primerjalno analizo cen in skupnega donosa. Indeks uveljavi klasifikacijo na lastniške, hipotekarne in hibridne REIT-e.

Zakon o davčni reformi leta 1986 (angl. *The Tax Reform Act*), katerega je podpisal predsednik Reagan, je REIT-om omogočil, da postanejo aktivni upravljalci svojega premoženja, saj je dovoljeval, da premoženje upravljajo sami in tudi sami zagotavljajo osnovne najemniške storitve. Zakon o poenostavitvi REIT-ov leta 1994 (angl. *The REIT Simplification Act*) je nadalje izboljšal njihovo strukturo in jim omogočil, da delujejo kot polno integrirana podjetja, vodena s profesionalnimi upravljavci, ki so bili plačani od ustvarjanja vrednosti za investitorje. Zakon o posodobitvi REIT-ov leta 1999 (angl. *The REIT Modernization Act*), ki ga je podpisal predsednik Clinton in je stopil v veljavo s 1. 1. 2001, pa je REIT-om dovoljeval, da zagotavljajo storitve najemnikom preko obdavčljivih podružnic (angl. *Taxable Subsidiaries*).

Leta 1999 je NAREIT uvedel cene v realnem času (angl. *real-time pricing*) kot glavno izboljšanje NAREIT REIT indeksa. Kot v Združenih državah Amerike (NAREIT) je bila leta 1999 tudi v Evropi ustanovljena Evropska zveza javnih nepremičninskih podjetij (angl. *European Public Real Estate Association*, v nadaljevanju EPRA), leta 2005 pa za zastopanje in ozaveščanje o javnih in nepremičninskih družbah v Aziji in Pacifiku tudi Azijsko-pacifiška nepremičninska zveza (angl. *Asia Pacific Real Estate Association*, APREA).

Leta 2001 so bili REIT-i dodani k Indeksu S&P 500, kar je pripomoglo k njihovi prepoznavnosti in finančni upravljalci so lahko primerjali REIT-e z drugimi vrstami naložb. Istega leta so v skupnem podjetju NAREIT, EPRA in Euronext objavili EPRA/NAREIT Global Real Estate Index. Skupina FTSE je februarja 2005 prevzela odgovornost za izračun in objavo preimenovane indeksne serije FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index. Vključenost v FTSE povečuje verodostojnost indeksa, saj indekse FTSE za analizo naložb, merjenje uspešnosti, dodeljevanje sredstev in drugo uporabljajo investitorji po vsem svetu.

Pomembno prelomnico so REIT-i doživeli v letu 2016. Ob zaključku trgovanja 31. 8. 2016 so namreč nepremičnine postale enajsti glavni sektor v okviru Globalnega industrijskega klasifikacijskega standarda (angl. *Global Industry Classification Standard*, v nadaljevanju GICS). Lastniški REIT-i in druge nepremičninske družbe, ki kotirajo na borzi, so bili premaknjeni iz finančnega sektorja v novi sektor nepremičnin. REIT-i so tako postali privlačna naložba, ki privablja vse več kapitala, s čemer se posledično povečuje njihova povprečna tržna kapitalizacija in njihovi trgovalni volumni. Za široko vrsto finančnih upravljalcev in institucionalnih investitorjev so postala vlaganja v REIT-e kot del svojega naložbenega portfelja stroškovno učinkovita.

Dajčman (2008, str. 74) ugotavlja, da so bili modeli REIT-ov uspešni v vseh državah, kjer so njihovo ustanovitev omogočili. Državam, kjer so jih uvedli, pa je skupno ugodno poslovno okolje, razvit ter transparenten delniški in nepremičninski trg (ta znaša vsaj 50 % bruto domačega proizvoda države), velik interes institucionalnih investitorjev za naložbe v nepremičnine (ki zagotavlja konstanten priliv denarja v REIT-e), naraščajoče povpraševanje po neposrednih in posrednih nepremičninskih naložbenih produktih ter razvoj ustreznih indeksov nepremičninskega trga (na primer NCREIF za Združene države Amerike, DIX za Nemčijo, IPD za Veliko Britanijo).

2.3 Pravna ureditev REIT-ov

Ameriški REIT-i so postali model za REIT-e po vsem svetu. Trenutno ima okrog 40 držav REIT zakonodajo, med njimi tudi Slovenija. Uvedba zakonodaje, ki omogoča ustanovitev REIT-ov, je vselej sprožila obširen prehod oziroma preoblikovanje obstoječih klasičnih nepremičninskih skladov in drugih nepremičninskih podjetij v to pravno obliko. Pravni okvir delovanja REIT-ov je po državah različen in odseva razdrobljenost globalnega nepremičninskega trga. Različna je tudi njihova struktura, ki se nenehno razvija.

Konkretne zakonodajne rešitve se torej po državah razlikujejo, praviloma pa so jim skupne naslednje značilnosti oziroma pogoji, katere mora izpolnjevati podjetje, če želi poslovati kot REIT in ohraniti poseben davčni status (Block, 2012, str. 34):

- najmanj 90 % obdavčljivega dobička mora v obliki dividend vsako leto razdeliti svojim delničarjem,
- najmanj 75 % sredstev mora vložiti v nepremičnine, hipotekarna posojila, delnice drugih REIT-ov, gotovino ali državne vrednostne papirje,
- najmanj 75 % bruto prihodka mora izvirati iz najemnin, hipotekarnih obresti ali dobičkov od prodaje nepremičnin, vsaj 95 % pa mora izhajati iz teh virov, skupaj z dividendami, obrestmi in dobički od prodaje vrednostnih papirjev,
- imeti mora najmanj sto delničarjev, manj kot 50 % vseh delnic pa mora biti skoncentriranih v rokah pet ali manj delničarjev.

V nadaljevanju so predstavljene glavne zakonodajne značilnosti izbranih držav, in sicer Združenih držav Amerike, od koder REIT-i izhajajo ter nekaterih evropskih držav, kjer so REIT-i najbolj uveljavljeni in predstavljajo največji tržni delež (European Public Real Estate Association, b.l.).

2.3.1 Združene države Amerike

Združene države Amerike so uvedle REIT-e (v nadaljevanju US-REIT) v letu 1960. Njihovo poslovanje urejajo davčni zakoni, ki so bili že večkrat modificirani. Podjetje, ki želi pridobiti status US-REIT, mora za tekoče leto oddati posebno davčno napoved (Obrazec 1120-REIT), delničarjem pa mora letno pošiljati poročila o poslovanju. US-REIT lahko posluje v različnih pravnih oblikah, ki so dovoljene v Združenih državah Amerike (korporacija, partnerstvo, trust, družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba), ne more pa biti finančna institucija, kot sta na primer banka ali zavarovalnica. Družbo lahko vodi eden ali več direktorjev, višina minimalnega kapitala pa ni predpisana. Kotacija na borzi ni obvezna, mora pa US-REIT imeti vsaj sto delničarjev, od katerih jih pet ali manj ne sme imeti v lasti več kot 50 % delnic, ki morajo biti prenosljive. Lastniki so lahko tudi tujci.

Glede zadolženost ni pravnih omejitev, veljajo pa določene naložbene omejitve. Vsaj 75 % premoženja družbe morajo predstavljati nepremičnine, državni vrednostni papirji in denarna sredstva, vsaj 75 % prihodkov mora izvirati od oddaje premoženja ali obresti na nepremičninska

hipotekarna posojila, vsaj 95 % prihodkov pa mora izvirati iz z nepremičninami povezanih prihodkov in pasivnih virov (dividende, obresti). Družba ima lahko v lasti, upravlja in razvija svoj portfelj nepremičnin, v primeru, da razvija nepremičnine za tretje stranke, pa ti prihodki ne smejo preseči 5 % celotnih prihodkov. Družba lahko investira v nepremičnine v tujini, a padejo pod 75 % test premoženja.

US-REIT mora delničarjem letno razdeliti vsaj 90 % obdavčljivega čistega dobička v obliki dividend, ki je v tem primeru neobdavčen. Enako velja za kapitalski dobiček, ki se deli neobvezno. Nerazdeljen dobiček je obdavčen z davkom na dobiček pravnih oseb. Podjetje, ki prejme dividende, kapitalski dobiček in/ali donos na kapital, je obdavčeno po 35 % stopnji davka na dobiček pravnih oseb, posamezniki pa po največ 23,8 % stopnji davka na dohodek.

2.3.2 Belgija

Belgija je uvedla REIT-e oziroma, kot jih imenujejo v Belgiji, *Société d'Investissement en Immobilier à Capital Fixe* (v nadaljevanju BE-REIT) v letu 1995. Njihovo delovanje urejajo državni odlok in drugi davčni zakoni. Podjetje, ki želi poslovati kot BE-REIT, mora pridobiti licenco FSMA (angl. *Financial Service and Markets Authority*) kot kolektivni naložbeni podjem in se registrirati na BE-REIT listi Belgijskih reguliranih nepremičninskih podjetij. Posebni davčni status mora vsako leto pridobiti na novo. Podjetje lahko posluje v obliki delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo, ki mora imeti sedež v Belgiji, njen minimalni kapital pa mora znašati vsaj 1,2 milijonov evrov (v nadaljevanju EUR). Glede delničarjev ni posebnih pravil, zahteva pa se obvezna kotacija na borzi, z minimalno 30 % delnic v obtoku.

BE-REIT lahko le pasivno vlaga v nepremičnine, zaradi diverzifikacije tveganja pa ima lahko največ 20 % vseh sredstev investiranih v en nepremičninski projekt. Razvoj oziroma gradnja nepremičnin je dovoljena, a projekt ne sme biti prodan prej kot pet let po izgradnji.

Velja nekaj omejitev glede zadolženosti, in sicer se BE-REIT lahko zadolži največ do 65 % celotnih sredstev, stroški obresti na letnem nivoju pa ne smejo preseči 80 % letnega dobička. Hipoteke lahko predstavljajo največ 50 % celotne vrednosti nepremičnin in 75 % ene. V smislu proaktivnega managementa mora BE-REIT predstaviti finančni načrt FSMA, kadar konsolidiran delež dolga v sredstvih preseže 50 %.

Letno mora BE-REIT razdeliti 80 % ustvarjenega čistega dobička, ustvarjeni kapitalski dobiček pri prodaji nepremičnin pa se ne razdeli, če se reinvestira v obdobju štirih let. Distribucije so prepovedane, v kolikor zadolženost preseže 65 % ali bo presegla to stopnjo kot rezultat izplačila dobička.

BE-REIT je teoretično zavezan k plačilu 33,99 % davka na čisti dobiček, vendar velja ničelna davčna stopnja, če podjetje izpolnjuje prej navedeni pogoj glede delitve dobička. Tudi dohodki od najemnin in kapitalski dobički niso obdavčeni. Dodatno ugodnost ima BE-REIT tudi pri nakupu nepremičnin, saj zanj velja nižji davek na prenos nepremičnin. Dividende in kapitalski dobički,

katere prejmejo pravne osebe, so obdavčeni z davkom na dobiček pravnih oseb po stopnji 33,99 %, posameznikom se obračuna davčni odtegljaj v višini 15–27 %, medtem ko so kapitalski dobički načeloma oproščeni davka na dohodek.

2.3.3 Francija

Francija je uvedla REIT-e, ki jih imenujejo Société d'Investissements Immobiliers Cotée (v nadaljevanju SIIC) v letu 2003. Ureja jih enajsto poglavje Finančnega zakona in navodila francoskega davčnega urada. Da nepremičninska investicijska družba koristi prednosti režima SIIC, mora vložiti zahtevo za SIIC Državni davčni upravi četrty mesec finančnega leta, ko želi koristiti prednosti REIT režima. Enako velja za podružnice z enako dejavnostjo, ki morajo biti vsaj 95 % v posrednem ali neposrednem lastništvu SIIC. SIIC lahko posluje v obliki delniške ali komanditne delniške družbe, za katero ni nujno, da je registrirana v Franciji. Minimalni kapital je predpisan v višini najmanj 15 milijonov EUR. Zahtevana je obvezna borzna kotacija, posamezen delničar pa ne sme imeti v lasti več kot 60 % delniškega kapitala ali glasovalnih pravic posredno ali neposredno.

Glede zadolženost ni pravnih omejitev. Glavna aktivnost družbe je pridobivanje in/ali izgradnja nepremičnin z namenom oddajanja nepremičnin, razvoj pa ne sme presegati 20 % bruto knjigovodske vrednosti premoženja SIIC.

Tudi za SIIC se zahteva, da večino dobička izplača. Razdeliti mora 95 % neobdavčenega dobička in 60 % kapitalskih dobičkov, pred zaključkom drugega davčnega leta, ki sledi letu, v katerem je ta nastal, ter 100 % dividend podružnic, pred zaključkom davčnega leta, ko so bile priglašene. Dobiček in kapitalski dobički niso obdavčeni, davek na prenos nepremičnin pa je lahko znižan, če nepremičnino kupi SIIC. Dividende in kapitalski dobički, katere prejme podjetje, so obdavčeni z davkom na dohodek pravnih oseb v višini 33,1 %, donos na kapital je neobdavčen. Dividende in kapitalski dobički posameznikov so predmet progresivne osebne davčne lestvice davka od dohodka (15,5–49 %), donos na kapital je neobdavčen.

2.3.4 Nemčija

Nemčija je uvedla REIT-e ali German Real Estate Investment Trust (v nadaljevanju G-REIT) v letu 2007. Njihovo poslovanje ureja Zakon o REIT-ih, katerega podpirajo spremembe različnih davčnih zakonov, kot so Zakon o davku na dohodek in Zakon o davku na investicije. Za podjetje predpisana pravna oblika je delniška družba s sedežem v Nemčiji in minimalnim kapitalom v višini 15 milijonov EUR.

Družbe, ki želijo poslovati kot REIT, se morajo registrirati v poslovnem registru kot G-REIT. Poseben davčni status morajo vsako leto pridobiti na novo. Pred registracijo kot G-REIT je možna pridobitev statusa Pre-REIT na Državnem centralnem davčnem uradu, ki je oblika delniške družbe, ki še ne izpolnjuje vseh kriterijev za G-REIT. Na koncu vsakega poslovnega leta, ki sledi letu

registracije, mora Pre-REIT Davčnemu uradu dokazati, da izpolnjuje določene zahteve za pridobitev statusa G-REIT-a.

Zahtevana je obvezna kotacija na borzi, s tem, da mora biti ob prvi prodaji delnic vsaj 25 % delnic razpršenih, ob kotaciji pa le še 15 %. Vsak delničar ima lahko največ 3 % glasovalnih pravic, torej mora družba imeti vsaj šest delničarjev, da se zadosti temu pogoju. Neposredno lastništvo delničarja mora biti manjše od 10 %, vendar ta omejitev ne velja v primeru posrednega lastništva.

Za naložbene omejitve velja 75 % test premoženja in 75 % test prihodkov, kar pomeni, da morajo vsaj 75 % vseh sredstev predstavljati nepremičnine in mora vsaj 75 % prihodka izvirati iz nepremičnin (oddaje, leasing, prodaje). Družba v 100 % lasti G-REIT-a lahko izvaja sekundarne storitve, vendar sredstva take družbe ne smejo presegati 20 % vseh sredstev G-REIT-a in bruto dobiček teh dejavnosti ne sme presegati 20 % bruto dobička G-REIT-a. G-REIT ne sme prodajati nepremičnin prej kot pet let po pridobitvi. Lastniški viri G-REIT-a morajo predstavljati vsaj 45 % vrednosti vseh virov sredstev nepremičnin, kar ob 75 % testu premoženja pomeni, da lastniški viri ne smejo predstavljati manj kot 33,75 % vseh sredstev oziroma dolg ne sme preseči 66,25 % vseh sredstev.

G-REIT mora za preteklo leto izplačati najmanj 90 % čistega dobička ter 50 % kapitalskih dobičkov. Največ polovica ustvarjenega kapitalskega dobička se lahko prenese v rezerve, ki morajo biti sproščene najkasneje ob koncu drugega finančnega leta po zaključku tekočega leta, v kolikor se ne porabijo za nove investicije ali nakupe. V kolikor se razdelita, sta čisti dobiček in kapitalski dobiček oproščena plačila davka od dobička pravnih oseb in prometnega davka. Z davkom na dohodek pravnih oseb pa so obdavčene dividende in kapitalski dobički, katere prejmejo podjetja, medtem ko je posameznikom obračunan davčni odtegljaj v višini 25 % davka od dohodka in 5,5 % doplačila (skupaj 26,375 %).

2.3.5 Nizozemska

Nizozemska je uvedla REIT-e ali Fiscale Beleggingsinstelling (v nadaljevanju FBI) v letu 1969 s Finančnim investicijskim institucionalnim režimom (angl. *Fiscal Investment Institution Regime*), ki je del njihovega davčnega zakona. Podjetje, ki želi poslovati kot FBI, mora konec tekočega davčnega leta izpolniti prijavo v obrazcu davka od dohodka pravnih oseb. Posluje lahko kot družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba ali odprti vzajemni sklad. Minimalni kapital je predpisan le v primeru delniške družbe v višini 45.000 EUR. Če posluje v obliki vzajemnega sklada, ki je brez pravne osebnosti, se zahteva družba za upravljanje. V kolikor podjetje kotira na borzi ali je licenciran, eno podjetje ne sme imeti v lasti več kot 45 % delnic, en posameznik pa ne več kot 25 %. Če ne kotira ali ni licenciran, mora biti vsaj 75 % delnic v lasti posameznikov, en delničar pa ne sme imeti v lasti več kot 5 % delnic.

Dolg FBI ne sme preseči 60 % knjigovodske vrednosti neposrednega ali posrednega lastništva nepremičnin in 20 % knjigovodske vrednosti drugih investicij. FBI lahko vlaga le v pasivne naložbe (delnice, obveznice in nepremičnine), tudi v tujini. Čeprav razvoja nepremičnin ne štejemo med pasivne investicije, je v primeru FBI dovoljen, vendar preko hčerinske družbe. Ta

lahko izvaja razvoj le za portfelj nepremičnin v lasti FBI, izvaja lahko tudi pomožne poslovne aktivnosti za nepremičnine v lasti FBI, za kar od nje prejme pristojbino. Hčerinska družba za razliko od FBI plačuje davek na dobiček pravnih oseb (dobiček do 200.000 EUR je obdavčen z 20 %, višji s 25 %).

FBI mora izplačati 100 % čistega dobička v roku osem mesecev po koncu finančnega leta. Kapitalski dobički/izgube se lahko preusmerijo na rezerve. Prihodki, čisti dobiček in kapitalski dobiček so predmet davka na dohodek pravnih oseb, a zanje velja ničelna stopnja. Dividende in kapitalski dobički podjetij so polno obdavčeni (20–25 %), posamezniki pa po progresivni lestvici od 2,9–5,5 % (obračunan davčni odtegljaj 25–52 %).

2.3.6 Španija

Španija je uvedla REIT-e, oziroma Sociedades Anonimas Cotizadas de Inversion en el Mercado Inmobiliario (v nadaljevanju SOCIMI) v letu 2009, vendar so šele spremembe Zakona iz decembra 2012, ki je stopil v veljavo s 1. 1. 2013, tega naredili primerljivega z drugimi evropskimi REIT-i. Podjetje, ki želi poslovati kot SOCIMI, mora podati zahtevo za posebni davčni status na davčni upravi pred zaključkom zadnjega kvartala finančnega leta za tekoče leto poslovanja. Poslovati mora v obliki delniške družbe z minimalnim kapitalom v višini 5 milijonov EUR in kotirati na borzi v Španiji ali državah Evropske unije. Glede lastništva ni posebnih omejitev, kot tudi ne za primer zadolženosti.

Za naložbene omejitve velja 80 % test premoženja in 80 % test prihodkov, kar pomeni, da mora biti vsaj 80 % premoženja investiranega v naložbene nepremičnine (pridobljene ali razvite), ali druge SOCIMI, tuje REIT-e ali podružnice ter, da mora vsaj 80 % prihodkov izvirati iz oddajanja premoženja v najem ali/in dividend podružnic. Predpisano je najmanj tri letno obdobje lastništva nepremičnine.

SOCIMI mora delničarjem v mesecu, ki sledi sprejetemu sklepu o delitvi dobička, ki mora biti sprejet v roku šestih mesecev po koncu finančnega leta, izplačati vsaj 80 % dobička, 50 % kapitalskih dobičkov (50 % jih lahko reinvestira v obdobju treh let, če ne, jih mora distribuirati delničarjem) in 100 % dividend podružnic. SOCIMI v tem primeru ne plača davka na dohodek, obdavčeni niso niti kapitalski dobički. Ničelna davčna stopnja velja tudi za podružnice. SOCIMI se lahko naloži pristojbina na dividende določenim delničarjem v višini 19 %. Davek na prenos nepremičnin je lahko znižan, če nepremičnino kupi SOCIMI.

Za podjetja velja splošna obdavčitev, dividende in kapitalski dobički so obdavčeni po 25 % stopnji davka na dohodek pravnih oseb, dividende in kapitalski dobički, ki jih prejmejo posamezniki, pa so predmet dohodnine, ki znaša med 19 % in 23 %, odvisno od posameznikovega davčnega razreda.

2.3.7 Velika Britanija

Kot v Nemčiji je bila tudi v Veliki Britaniji zakonodaja na področju REIT-ov (v nadaljevanju UK-REIT) sprejeta v začetku leta 2007. Ureja jih Finančni zakon in drugi naknadno izdani predpisi. Da podjetje postane UK-REIT, mora zadostiti več pogojem. Biti mora zaprta delniška družba, kar pomeni, da mora imeti vsaj pet delničarjev, posamezno podjetje ne sme imeti v lasti več kot 10 % delnic, vsaj 35 % delnic mora biti v lasti javnosti, vsak posameznik pa ima lahko v lasti manj kot 5 % delnic. Družba mora razpolagati z enim razredom navadnih delnic, ostale delnice so lahko prednostne brez glasovalnih pravic, a s fiksno dividendno obrestno mero. Delnice morajo na borzi vrednostnih papirjev kotirati v roku treh let.

Minimalni kapital družbe mora znašati vsaj 50.000 britanskih funtov, njen sedež mora biti v Veliki Britaniji. Letno mora oddati dve davčni napovedi in tri vrste finančnih izkazov. Lahko ima zunanje ali notranje upravljanje, ne sme pa imeti posojil, vezanih na uspešnost poslovanja. Za zadolženost velja test pokritosti obresti, pri katerem velja, da mora biti dobiček biti vsaj 1,25 krat višji od stroškov financiranja nepremičnin, da se družba lahko zadolži.

Za naložbene omejitve velja 75 % test premoženja in 75 % test prihodkov, kar pomeni, da mora najmanj 75 % čistega dobička izvirati iz oddaje nepremičnin, vsaj 75 % premoženja pa morajo predstavljati naložbene nepremičnine. UK-REIT mora imeti v neposredni lasti vsaj tri nepremičnine, od katerih nobena ne sme preseči 40 % vrednosti vseh sredstev. Družba lahko investira tudi v tujini. Razvoj nepremičnin za lasten račun je dovoljen, kot tudi preprodaja nepremičnin, ki pa je obdavčena in ni vključena v test poslovnih omejitev. UK-REIT ima lahko podružnice, pri čemer mora matična družba imeti v lasti vsaj 75 % podružnice, ki mora biti del REIT skupine.

Za UK-REIT se zahteva, da v roku dvanajst mesecev po zaključku računskega obdobja delničarjem izplača vsaj 90 % dobička, ustvarjenega v nepremičninski dejavnosti, neobvezno kapitalske dobičke (ki morajo biti v primeru, da niso izplačani, reinvestirani v obdobju dveh let), ter 100 % prihodka od dividend. V primeru, da družba izpolnjuje navedene kriterije, je izvzeta iz obdavčitve ustvarjenega dobička iz naslova nepremičninske dejavnosti. Obdavčeni niso niti kapitalski dobički, medtem ko je dobiček iz druge dejavnosti obdavčen po najvišji stopnji davka od dohodka pravnih oseb (trenutno 20 %). Družba je obdavčena tudi v primeru, če novogradnjo proda pred potekom treh let od dokončanja investicije oziroma pridobitve.

Lastnikom, ki so pravne osebe, se lahko izplačajo dividende iz dveh virov. Pri izplačilu dividend, ki izvirajo iz dobička, ustvarjenega v poslovanju z nepremičninami in, ki na nivoju UK-REIT-a ni obdavčen, velja 20 % obdavčitev pri prejemniku dividende. Dobiček, ustvarjen v poslovanju, ki se ne nanaša na nepremičnine in, ki je že obdavčen na nivoju UK-REIT-a, pa pri prejemniku dividend ni obdavčen. Kapitalski dobički so obdavčeni po splošni stopnji. Lastniki, fizične osebe, so pri izplačilu dividend obdavčeni 20 %, v primeru, da so v višjem davčnem razredu pa plačajo še dodatnih 18 %. Kapitalski dobički so obdavčeni po splošni stopnji.

2.4 Vrste REIT-ov

2.4.1 Delitev glede na način trgovanja

Glede na to, kako se trguje z delnicami REIT-a, te delimo na javno trgovane, ne-trgovane in zasebne REIT-e.

Javno trgovani REIT-i (angl. *Publicly-traded REITs*) so delniške družbe, večinoma registrirane pri Komisiji za trg vrednostnih papirjev. So zelo likvidni, saj se z njimi trguje kot z delnicami na glavnih borzah, zato je njihova vrednost nenehno določena s strani vlagateljev. Običajno so notranje upravljani, imajo močno korporativno upravljanje in zahtevano redno finančno poročanje (revidirani kvartalni in letni finančni rezultati) (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 92–95).

Ne-trgovani REIT-i (angl. *Non-traded REITs*) so delniške družbe, registrirane pri Komisiji za trg vrednostnih papirjev, z močnim korporativnim upravljanjem in zahtevo po rednem finančnem poročanju in razkritjih (kvartalna in letna finančna poročila), a se z njihovimi delnicami na borzah ne trguje. Možnosti odkupa delnic se med podjetji razlikujejo, običajno je določen minimalni čas lastništva. Običajno imajo zunanje svetovanje in upravljanje (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 92–95).

Zasebni REIT-i (angl. *Private REITs*) niso registrirani pri Komisiji za trg vrednostnih papirjev in se z njihovimi delnicami na borzah ne trguje. Gre za zaprt krog vlagateljev in običajno zunanje svetovanje in upravljanje. Nimajo zahteve za korporativno upravljanje ali poročanje. Kot pri ne-trgovanih REIT-ih tudi za zasebne velja pomanjkanje sprememb cen na dnevnem nivoju, kar se lahko razume kot navidezna stabilnost in prednost investiranja v te družbe. Vendar ker se z njimi ne trguje, je težko določiti njihovo vrednost.

The Wall Street Journal je septembra 2014 objavil študijo Green Street svetovalcev, ki je pokazala, da povprečni donosi ne-trgovanih REIT-ov zaostajajo za donosi javno trgovanih, s povprečno letno donosnostjo 10,9 % v primerjavi s 14,5 % (Whelan, 2014). Krewson-Kelly in Thomas (2016, str. 92–95) navajata tudi raziskave Green Street Advisors, ki so tekom let pokazale, da je povprečni letni celotni donos zunanje upravljanih REIT-ov pogosto zaostajal za panogo, kar nakazuje na morebiten konflikt med svetovalcem in delničarji (zunanje upravljani REIT-i plačujejo provizije zunanjim svetovalcem in upravljalcem, ki dobijo provizijo tudi za vsako pridobljeno nepremičnino, zato je spodbuda zanje lahko maksimirati število nepremičnin, katere ima v lasti REIT in ne profitabilnost premoženja). Nadalje navajata, da kljub temu, da je večina REIT-ov javno trgovanih, v zadnjih dveh desetletjih na priljubljenosti dobivajo tudi zasebni.

2.4.2 Delitev glede na poslovno dejavnost

Glavna delitev REIT-ov, kot jo uporablja večina avtorjev, je delitev glede na vrsto investicij, katere REIT izvaja in naravo njihovih prihodkov. Poznamo lastniške, hipotekarne in hibridne REIT-e.

Lastniški REIT-i (angl. *Equity REITs*) vlagajo v lastne nepremičnine, njihovi prihodki pa izvirajo predvsem iz oddajanja prostora (najemnin) in iz prodaje lastnega premoženja, katerega imajo v lasti na dolgi rok. Mullaney (1998, str. 6) pravi, da lahko sodelujejo v skupnih vlaganjih, razvijajo, gradijo in so drugače vpleteni v različne oblike investiranja v nepremičnine. Delujejo kot popolnoma integrirana nepremičninska podjetja, ki prejemajo prihodke tudi iz različnih vrst z nepremičninami povezanih poslovnih aktivnostih, vključno z vzdrževanjem in drugimi najemniškimi storitvami.

Lastniški REIT-i lahko vlagajo v vse vrste nepremičnin. Zgodovinsko gledano jih je bilo največ usmerjenih v poslovne zgradbe s pisarniškimi prostori in industrijske cone, sledijo trgovski centri in skladišča, razne vrste bivalnih nepremičnin, parkirne hiše in druge vrste nepremičnin. Glede na tip nepremičnin, v katere vlaga, lastniške REIT-e naprej delimo na (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.e):

- **Pisarniške REIT-e** (angl. *Office REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju pisarniške nepremičnine. Za ta tip nepremičnin so značilne daljše termske pogodbe, kar je lahko slabost predvsem v času, ko najemnine naraščajo in so stopnje zasedenosti visoke, saj takrat dosegajo nižje donose, kar pa je ugodno v času večje ponudbe in manjšega povpraševanja. Zaradi občasne prekomerne gradnje, ki je predvsem posledica daljšega cikla izgradnje tovrstnih nepremičnin, so njihovi donosi lahko spremenljivi. Zaradi konkurenčnega donosa in predvidljivih potreb po tej vrsti nepremičnin so bili dolgo najljubša naložba institucionalnih investitorjev, vendar je presežna ponudba v kombinaciji z varčevanjem podjetij ogrozila njihovo popularnost (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 72).
- **Industrijske REIT-e** (angl. *Industrial REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju industrijske objekte. Zaradi visokih obnovitvenih najemnin (katere običajno lahko doseže najemodajalec ob podaljšanju pogodbe, sklenjene za določen čas, saj je selitev proizvodnje oziroma dejavnosti najemnika običajno zelo zahtevna, povezana z visokimi stroški ter tudi pridobivanjem novih dovoljenj za dejavnost) in nizkih stroškov izgradnje težijo k stalnemu in predvidljivemu denarnemu toku in dosegajo stabilne donose. Zahtevajo malo upravljalvskega nadzora, saj so običajno oddani najemnikom, od katerih se zahteva, da plačujejo vse operativne in vzdrževalne stroške (»net lease«). Industrijske nepremičnine niso bile nikoli nagnjene k prekomerni gradnji (so namreč preproste za gradnjo, razvojni krog je kratek, zato lahko ponudba novih industrijskih nepremičnin spremlja povpraševanje), poleg tega so bistvene za vsako gospodarstvo, kar je glavni razlog za stabilnost sektorja in za uspešnost delnic teh REIT-ov skozi ekonomske cikle (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 62–63).
- **Trgovske REIT-e** (angl. *Retail REITs*), ki imajo v lasti in upravljajo trgovske nepremičnine. Sidrni najemniki, ki privabljajo tudi druge najemnike in s tem zagotavljajo promet trgovskim centrom, imajo običajno petnajst do dvajset letne pogodbe, drugi najemniki so manjše trgovine, ki običajno najamejo prostor za pet do deset let. Poleg najemnine se lahko lastniki dogovorijo tudi za odstotek od prihodkov prodaje. Trgovski centri so ocenjeni kot visoko tvegani, ker jih je ogromno, poleg tega so vedno predmet spremenljivih preferenc kupcev, spreminjajo pa se tudi trendi nakupovanja. Vse več je namreč »on-line« nakupovanja, zato bodo trgovski REIT-i morali uporabljati inovativne metode, da bodo ohranjali tržni delež in profitabilnost. Ena od

učinkovitih strategij je, da imajo v lasti najatraktivnejše lokacije (merjene po povprečnem neto dohodku gospodinjstva in tako višji prodaji na kvadratni meter najetega prostora), druga je oddaja prostora najemnikom, ki ponujajo potrebne stvari in storitve (prehrana, čiščenje) ali nasprotno, gledano s strani potrošniškega spektruma, luksuzne dobrine (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 77–81).

- **Namestitvene REIT-e** (angl. *Lodging/Resort REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju hotele različnih razredov, običajno hotele prepoznavnejših znamk, na primer Marriott International (Courtyard, Residence Inn), Hilton (Hilton Garden Inn, Hampton Inn), InterContinental Hotels Group (Intercontinental, Holiday Inn). Zanje veljajo specifična pravila, in sicer lastniki hotelov le-teh ne smejo upravljati sami in morajo za to najeti managerja hotela, za kar ta prejema osnovno provizijo za upravljanje (običajno 2–4 % prihodkov hotela) in potencialno dodatno stimulacijo, v kolikor je bil dosežen prag profitabilnosti. Običajno imajo najete še upravjalce premoženja, ki nadzirajo managerja hotela. Hoteli so tako bolj operativne družbe, saj nimajo najemnih pogodb, ki bi zagotavljale prihodke vsaj za neko obdobje, namesto tega mora hotelski REIT oddati svoje nepremičnine vsak dan znova. Ta sektor je zato najbolj povezan s celotnim gospodarstvom in tako najmanj na inflacijo občutljivi razred naložbenih nepremičnin. V času močne ekonomske rasti lahko hotel takoj dvigne cene in takrat hotelski REIT-i dosegajo ene najvišjih skupnih letnih donosov sektorja. V času gospodarske recesije ali že sami napovedi zanj pa hoteli znižujejo cene in/ali nižajo kvaliteto storitev, da ohranjajo profitabilnost. Posledično so takrat manj uspešni od drugih REIT sektorjev (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 64–66).
- **Stanovanjske REIT-e** (angl. *Residential REITs*), ki imajo v lasti in upravljajo različne oblike bivališč (večstanovanjske stavbe, študentske domove, enodružinske hiše, ...). Pogodbe so tu običajno kratkoročne, kar zagotavlja lastnikom večjo fleksibilnost v usklajevanju najemnin s trgom. Podobno kot pri pisarniških prostorih je povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah visoko korelirano z zaposlitvenimi trendi, ko se zaposlovanje v okolju poveča, saj se takrat poveča tudi povpraševanje po stanovanjih za nove delavce, ki bodo migrirali v to območje. V nasprotju z njimi pa se povpraševanje po stanovanjih poveča tudi, ko se zaposlenost zniža, saj nekateri lastniki želijo prodati nepremičnine ter jih raje najeti. Ker je načeloma povpraševanje po stanovanjih dokaj predvidljivo in stabilno, je glavno tveganje, povezano s tem sektorjem, prekomerna ponudba, ki običajno vodi v znižanje cene delnic stanovanjskih REIT-ov (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 74–75).
- **Gozdne REIT-e** (angl. *Timberland REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju različne vrste gozdnih zemljišč in so lahko specializirani za spravilo in prodajo lesa, gradnjo doma in celuloznih izdelkov.
- **Zdravstveno negovalne REIT-e** (angl. *Health Care REITs*), ki imajo v lasti in upravljajo različne nepremičnine, povezane z zdravstveno negovalnimi storitvami (domovi za ostarele, oskrbovana stanovanja, bolnišnice, laboratoriji, zdravstvene poslovne stavbe, ...). Gre za visoko specializirane nepremičnine, ki niso primerne za drugega najemnika. Ta sektor REIT je precej odporen proti recesiji, čeprav je v veliki meri odvisen od finančnega zdravja najemnika, ki je velikokrat odvisen tudi od zdravstvenih povračil, ki jih zagotavlja zdravstvena politika posamezne države. Sprememba v zdravstveni politiki bi tako lahko imela pomemben učinek na zdravstvene REIT-e, ki lahko zmanjšajo to tveganje tako, da nepremičnine oddajo zasebnikom.

Rast populacije in staranje prebivalstva pa bo še naprej pripomoglo k njihovi rasti in priljubljenosti (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 60).

- **Skladiščne REIT-e** (angl. *Self-storage REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju skladišča. Sektor skladiščnih REIT-ov je nekoliko odporen proti recesiji, saj korporativni odjemalci predstavljajo pomemben del njihovih najemnin. Spadajo pa med visoko tvegane, saj so omejitve vstopa na ta trg bistveno nižje od drugih (za izgradnjo ali nakup skladišča je potrebna manjša količina kapitala) in najemi so kratkoročni.
- **Infrastrukturne REIT-e** (angl. *Infrastructure REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju infrastrukturne nepremičnine, kot so podatkovni centri in telekomunikacijski stolpi, daljnovodi plina in elektrike.
- **Specializirane REIT-e** (angl. *Specialty REITs*), ki imajo v lasti in upravljanju visoko specializirane nepremičnine, ki ne ustrezajo večini REIT sektorjev, kot so filmska gledališča, mesta za oglaševanje na prostem, prevzgojne domove, kmetije, ...

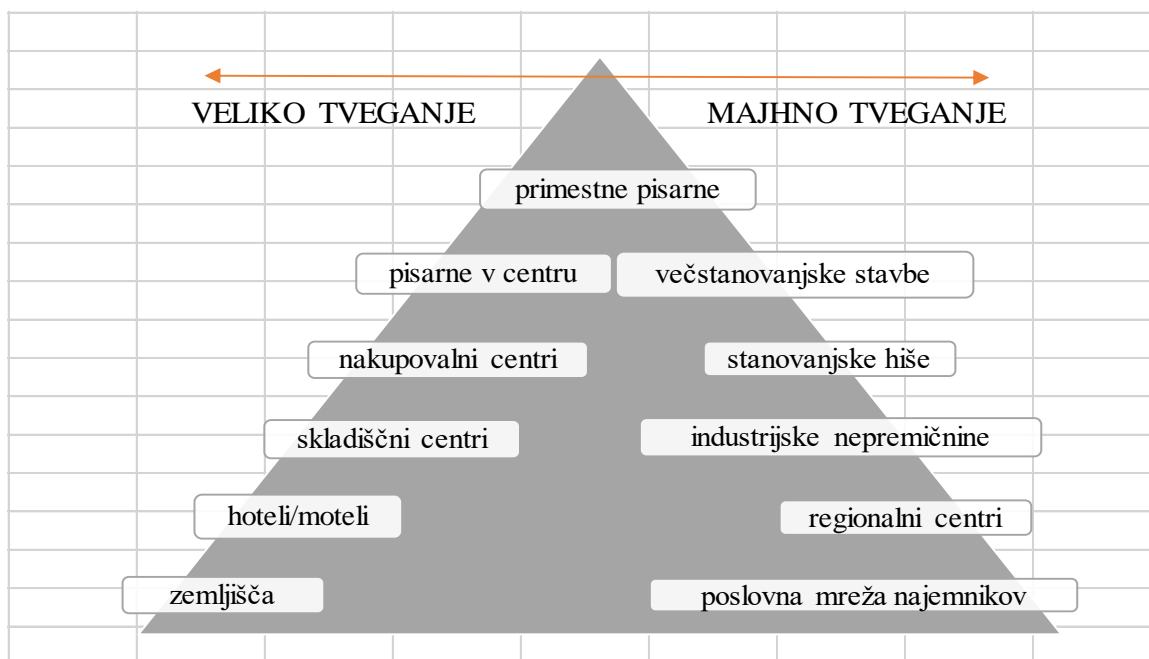
Večina REIT-ov se osredotoči na vlaganja v eno vrsto nepremičnin, nekateri vlagajo le v posamezni regiji ali državi, drugi so bolj raznoliki in vlagajo v različne tipe nepremičnin po vsem svetu. Te imenujemo **raznoliki REIT-i** (angl. *Diversified REITs*).

Surabhi in Saurabh (2013), glede na vrsto nepremičnin, v katere vlaga lastniški REIT, uveljavljata tudi klasifikacijo na **tradicionalne REIT-e** (angl. *Traditional REITs*), ki vlagajo v pisarniške, trgovske, večstanovanjske, zdravstvene in skladiščne nepremičnine, ter **netradicionalne REIT-e** (angl. *Non-traditional REITs*), ki vlagajo v gozdne nepremičnine, podatkovne centre, zabaviščne in infrastrukturne nepremičnine in trdi, da so netradicionalni REIT-i finančno uspešnejši, verjetno zaradi njihovih razlikovalnih, specifičnih karakteristik.

Vsak tip nepremičnin ima značilne osnove ponudbe in povpraševanja, konkurenčna tveganja ter možnosti rasti, ki so povezani z določenimi tveganji in nagradami v smislu pričakovanega donosa. Ta so posebej izrazita v času gospodarskega razcveta ali krize. Stopnjo tveganja običajno določa stopnja kapitalizacije, ki je definirana kot odstotek, po katerem bo prihodnji denarni tok razdeljeno prihajal, glede na sedanjo vrednost nepremičnin. Višja je stopnja kapitalizacije, višje je zaznano tveganje (Mullaney, 1998, str. 26–31).

Lestvico tveganj posameznega tipa nepremičnin prikazuje Slika 1. Kot je razvidno iz navedene slike, so najbolj tvegana zemljišča, ker ne zagotavljajo nobenega denarnega toka. Primarna in v večini primerov edina korist tega sredstva se lahko realizira iz vrednosti kapitala. Posledično znižujejo donosnost celotnega portfelja REIT-a, zato je potrebno, da REIT ustrezno uravnovesi svoj portfelj z različnimi tipi nepremičnin.

Slika 1: Spekter tveganja nepremičnin po različnih REIT sektorjih



Vir: J.A. Mullaney, *REITs: building profits with real estate investment trust*, 1998, str. 27.

Hipotekarni REIT-i (angl. *Mortgage REITs*) posojajo denar lastnikom nepremičnin neposredno, z izdajo hipotekarnih posojil ali posredno, z nakupom obstoječih posojil ali hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev, zavarovanih s stanovanjskimi hipotekami (angl. *Residential Mortgage-backed Securities*) ali komercialnimi hipotekami (angl. *Commercial Mortgage-backed securities*). Njihovi zaslužki so ustvarjeni predvsem z neto obrestno maržo (razliko med obrestmi, ki jih zaslužijo na hipotekarnem posojilu in stroški financiranja teh posojil) oziroma s povečanjem vrednosti (Krewson-Kell & Thomas, 2016, str. 6).

Običajno imajo večje dobičke v času, ko so obrestne mere visoke, saj je takrat neto obrestna marža lahko večja. Ne glede na navedeno pa lahko v primeru hitrega in/ali nepričakovanega povišanja obrestnih mer njihova profitabilnost upade, ker je obrestna mera, po kateri si management sedaj lahko sposodi denar, višja kot tista, po kateri so že investirali. Izpostavljenost povišanju obrestnih mer lahko ublažijo z ujemajočimi roki trajanja med prejetimi in zapadlimi posojili. V tovrstne REIT-e je zato priporočljivo investirati le, če se ocenjuje, da bodo obrestne mere v času investicijskega obdobja stabilne. Bolj so primerni za investitorje, ki želijo visoke tekoče dividende in ne njeno potencialno rast (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 69–70; Mullaney, 1998, str. 5–6).

Cummings (2008, str. 119) trdi, da imajo hipotekarni REIT-i kot posojilne institucije v primerjavi z bankami več prednosti, predvsem večjim posojilojemalcem posojajo denar po nižji obrestni meri, so manj konzervativni, njihovi pogoji posojanja so bolj fleksibilni. Njihove slabosti so dolg čas procesiranja, niso lokalni, lahko so neosebni, običajno so kratkoročni posojilodajalci.

Block (2012, str. 39) je mnenja, da hipotekarni REIT-i dosegajo višje dividendne donose od lastniških REIT-ov, ki pa so v primerjavi z njimi manj občutljivi na spremembe obrestnih mer in zgodovinsko gledano zagotavljajo boljše dolgoročne donose, bolj stabilno in višjo tržno ceno delnice, nižje tveganje in boljšo likvidnost. Večje tveganje hipotekarnih REIT-ov je posledica večje zadolženosti, saj lahko visok finančni vzvod povzroči večjo nepredvidljivost toka zaslužkov in dividendnih izplačil. Ker nimajo v lasti nepremičnin, katerih vrednosti je lahko oceniti, je tudi cene delnic hipotekarnih REIT-ov težko primerno oceniti.

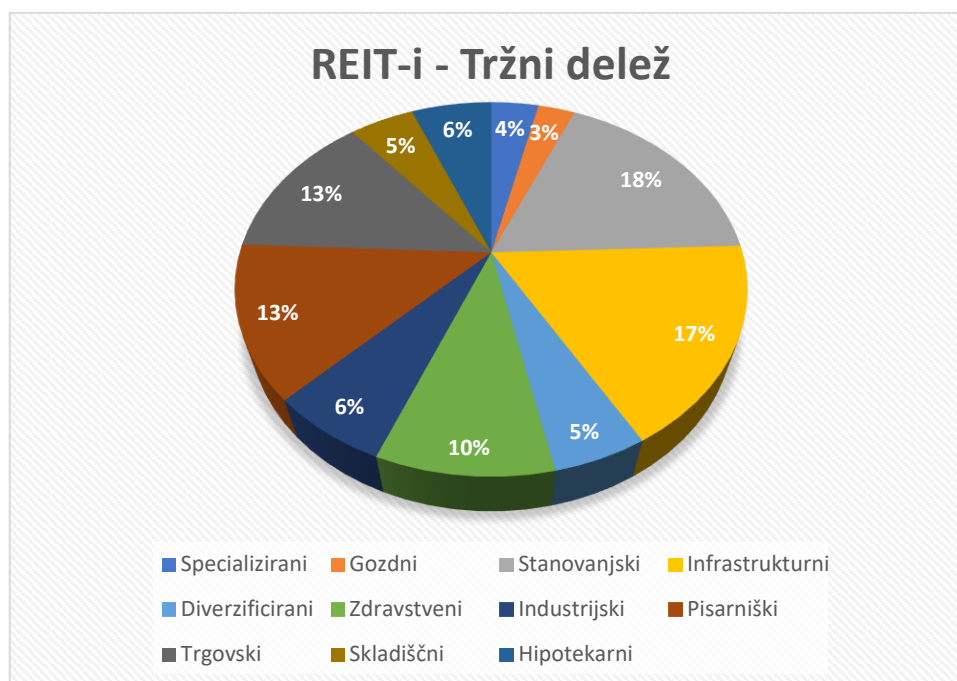
Lastniški REIT-i so bili s 1. 9. 2016 vključeni v S&P nepremičninski GICS sektor, medtem ko hipotekarni ostajajo del finančnega sektorja. NAREIT spremlja lastniške REIT-e glede na tip nepremičnin, hipotekarne pa glede na to, ali so njihove investicije zavarovane s stanovanjskimi ali poslovnimi nepremičninami

Hibridni REIT-i (angl. *Hybrid REITs*) vlagajo v oboje, v nepremičnine in hipotekarna posojila, odvisno od naložbenih možnosti v danem trenutku. Večina jih investira v zdravstveni sektor, kjer je izdanih veliko hipotekarnih posojil za delovanje zdravstvenega varstva, ali pa pridobivajo lastniške deleže na nepremičninah, najetih s strani družb, delujočih v zdravstveno varstvenem sektorju. Ta dvojna naložbena strategija običajno rezultira v višji dividendni donosnosti, kot jo imajo lastniški REIT-i, vendar nižji, kot jo imajo hipotekarni. Imajo manjši potencial rasti od lastniških, a višji kot hipotekarni (Mullaney, 1998, str. 7).

Cummings (2008, str. 117) navaja, da so bili nekateri oblikovani naključno, drugi namenoma. Z vlaganjem v obe vrsti naložb hibridni REIT-i sprejmejo prednosti in slabosti obeh vrst, imajo bolj uravnotežen pristop in tako morda lahko profitirajo v okoljih naraščajočih in padajočih obrestnih mer.

Slika 2 prikazuje tržni delež posameznih lastniških in hipotekarnih REIT-ov v Združenih državah Amerike na dan 31. 8. 2015. Lastniški REIT-i predstavljajo skoraj 95 % celotnega REIT trga. Med njimi je največ stanovanjskih (18 %), infrastrukturnih (17 %), trgovskih (13 %), pisarniških (13 %) in zdravstveno-negovalnih (10 %).

Slika 2: Tržni delež posameznih lastniških in hipotekarnih REIT-ov v Združenih državah Amerike na dan 31. 8. 2015



Vir: A. Aloisi, *REITs: further thoughts on brewing bubble trouble*, 2016.

2.4.3 Druge vrste REIT struktur

V Združenih državah Amerike je v začetku leta 1992 REIT struktura doživela radikalno spremembo z uvedbo enot poslovnega partnerstva (angl. *Operating Partnership Unit*) in UPREIT ter DownREIT strukturo.

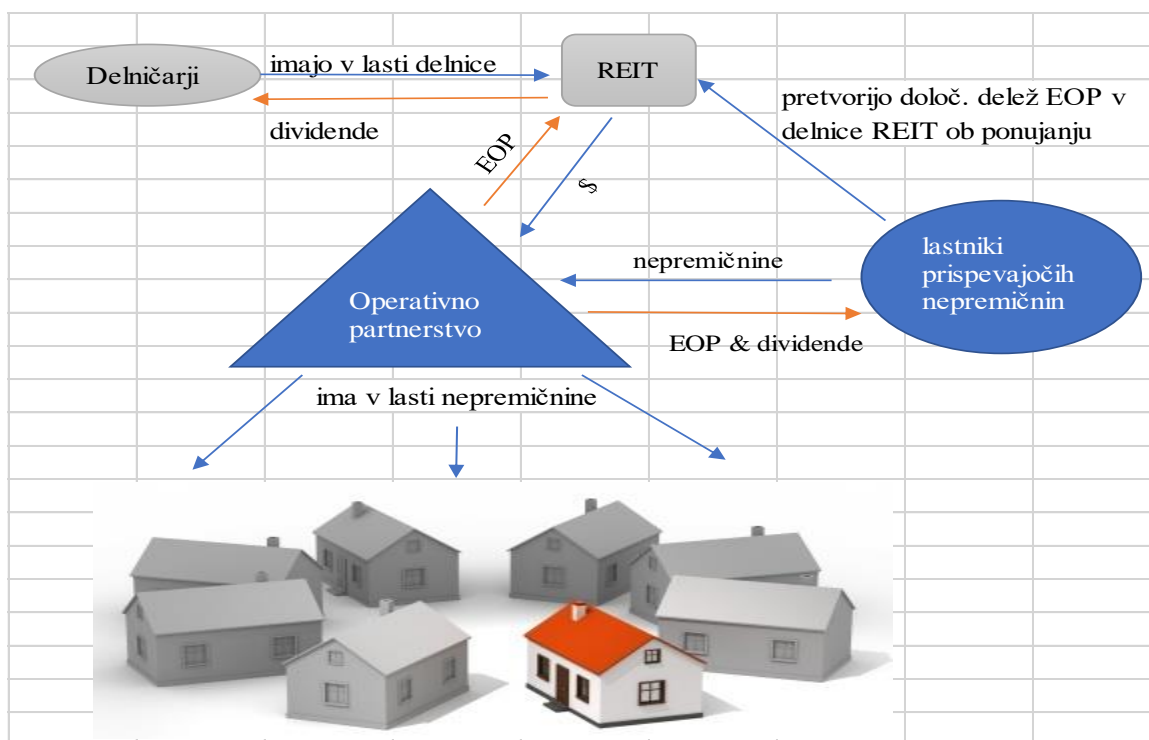
UPREIT (angl. *Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust*) je okrajšava za krovno partnerstvo sklada naložbenih nepremičnin, v katerem REIT nima v lasti nepremičnin neposredno, ampak ima v lasti običajno večino enot v omejenem partnerstvu, ki ima v lasti in upravlja nepremičnine, in je edini glavni partner omejenega partnerstva. Tehnično gledano gre za pravno osebo, ki kupuje in/ali razvija nepremičnine in jih upravlja, dobiček pa preko dividend vrne REIT-u, ki potem plača dividende investitorjem. Ekonomsko gledano so enote poslovnega partnerstva kot navadne delnice, njihovi lastniki prejemajo enake distribucije na enoto, kot jih delničarji UPREIT-a prejemajo na navadne delnice. Za razliko od navadnih delnic pa se z njimi javno ne trguje in lastnik ne more glasovati glede zadev korporativnega upravljanja UPREIT-a (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 88–89).

Block (2012, str. 35–37) UPREIT strukturo vidi kot orodje za akvizicijo REIT-ov, večinoma pa se uporablja kot alternativa in način za odlog ali popolno izogibanje davčne obveznosti iz kapitalskega dobička, ko posameznik ali podjetje želi prodati nepremičnino. Namesto prodaje premoženja lastnik nepremičnino prispeva k UPREIT, v zameno za enote poslovnega partnerstva, ki so vredne toliko, kot je prispevano premoženje. Prispevana nepremičnina v UPREIT v času, ko

so njegove delnice precenjene, je lahko slabost, če tem delnicam kasneje upade vrednost, medtem ko prispevanje v času, ko so delnice podcenjene, lahko napravi transakcijo na dolgi rok še bolj dragoceno, če enote poslovnega partnerstva dobivajo na vrednosti. Za razliko od prodaje premoženja ta transakcija ne ustvari obdavčljivega dogodka. Zaradi njihove značilnosti netrgovanja (nelikvidnosti), davčna uprava na transakcijo (prispevek enot nepremičnin v zameno za deleže družbe omejenega partnerstva) gleda kot neobdavčljivi dogodek, stranka, ki prispeva nepremičnino v zameno za enote poslovnega partnerstva, pa lahko odloži priznanje kapitalskih dobičkov (in z njimi povezanih davkov), dokler te niso pretvorjene v delnice UPREIT ali denar. Pretvorba vlagatelja je zato redka, vendar pa lahko dediči lastnika, uporabijo to opcijo po smrti lastnika, ne da bi bili pri tem podvrženi plačilu davka na kapitalski dobiček, kar naredi UPREIT kot dragoceno orodje za načrtovanje nepremičnin (UPREIT, b.l.).

Slika 3 prikazuje strukturo UPREIT.

Slika 3: Struktura UPREIT



Vir: S. Krewson-Kelly & R. B. Thomas, *The intelligent REIT investor*, 2016, str. 89.

DownREIT je skupno podjetje med lastnikom nepremičnin in REIT-om, ki pomaga lastniku nepremičnin pri odlogu plačila davka na kapitalski dobiček pri prodaji ocenjene nepremičnine. Lastniki nepremičnin, ki prispevajo premoženje, s strani DownREIT-a prejmejo enote poslovnega partnerstva.

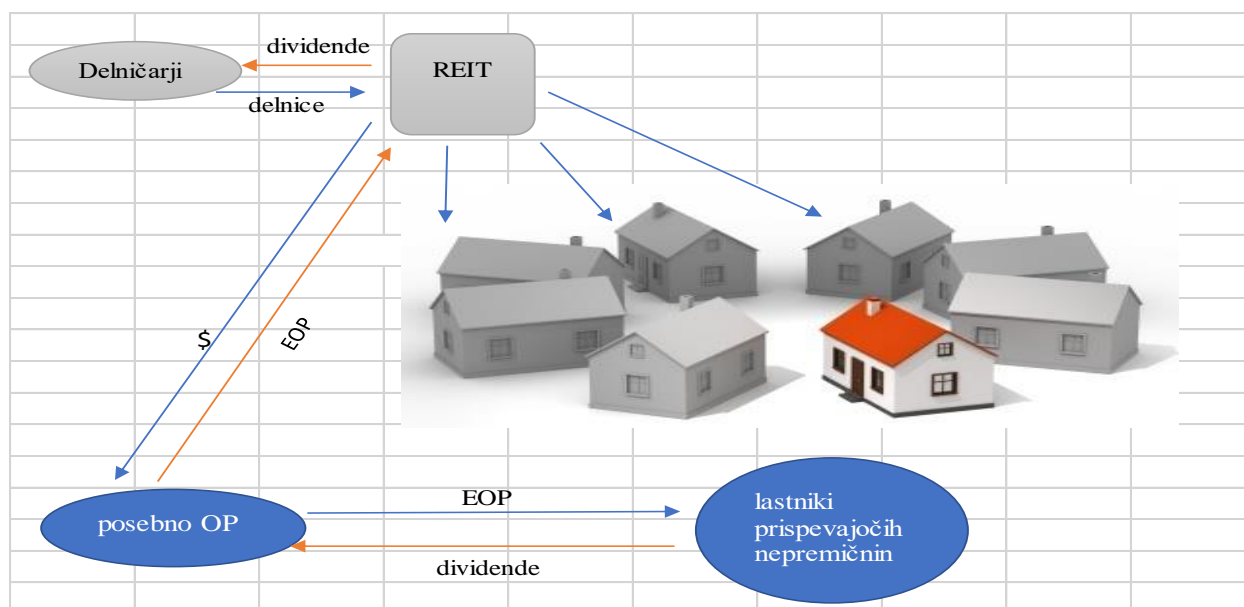
Za razliko od UPREIT-a, kjer REIT-i niso lastniki nepremičnin, imajo v primeru DownREIT-a še vedno v lasti nepremičnine, nekateri neposredno, nekateri prek komanditne družbe. DownREIT se manj pogosto uporablja kot UPREIT, ker je bolj zapleten in nima enakih davčnih ugodnosti.

Prispevati nepremičnine na DownREIT je zapleten posel, ki zahteva strokovno davčno in investicijsko vodstvo, saj lahko v določenih primerih Davčna uprava razume prenos premoženja v DownREIT v zameno za enote poslovnega partnerstva kot obdavčljivo transakcijo kot prikrito prodajo ali zlorabo predpisov. Zato je lahko UPREIT bolj logična izbira za lastnika, katerega glavna skrb je, da odloži davek od dobička. DownREIT je lahko logična izbira, če lastnik nepremičnine meni, da bo njegova nepremičnina bolje ocenjena kot druga lastnina, delnice REIT-a. Oboji okrepijo vrednost enot poslovnega partnerstva ob smrti lastnika, ker omogočajo njihov prenos na dediče, ti pa jih lahko pretvorijo v REIT delnice ali denar, ne da bi plačali davek. Obe strukturi imata tudi prednosti diverzificiranja naložbe s posrednim lastništvom več nepremičnin (DownREIT, b.l.).

Block (2012, str. 35–37) trdi, da obe strukturi omogočata konkurenčno prednost pred tradicionalno REIT strukturo, kadar REIT trguje z davčno občutljivimi prodajalci nepremičnin. Eden izmed negativnih vidikov UPREIT strukture je, da včasih ustvari možnost konflikta interesov. Management ima lahko v lasti enote poslovnega partnerstva v UPREIT partnerstvu raje kot delnice REIT-a, ker imajo kot take običajno nižjo stroškovno osnovo. Ker bi lahko prodaja nepremičnine povzročila obdavčljivi prihodek imetnikom enot UPREIT-a, vendar ne delničarjem REIT-a, bi management lahko bil nenaklonjen prodaji nepremičnin ali celo samega REIT-a, tudi če bi bile nepremičnine neuspešne ali bi prejeli dobro ponudbo. Manj skrbi glede tega je v DownREIT strukturi, kjer management enot poslovnega partnerstva običajno nima v lasti.

Struktura DownREIT-a je prikazana na Sliki 4.

Slika 4: Struktura DownREIT



Vir: S. Krewson-Kelly & R. B. Thomas, *The intelligent REIT investor*, 2016, str. 91.

2.5 Strategije REIT-ov

S tem, ko mora svojim delničarjem razdeliti 90 % dobička pred davki, REIT-u ostane le malo kapitala za širitev poslovanja in tako tudi za rast prihodnjih poslovnih prihodkov. Ker je povišanje cene delnic posledica hitre rasti prihodkov, lahko cene delnic REIT-ov rastejo počasneje kot druge delnice. Navedeno lahko sicer REIT kompenzira z višjimi dividendnimi izplačili in tako višjim celotnim donosom za investitorje. Glede na to, na kakšen način REIT raste in kakšno strategijo uporablja za povečanje zaslužka in denarnega toka, Block (2012, str. 152–166) loči dve vrsti rasti:

- **notranjo (organsko) rast**, ki se ustvarja z upravljanjem premoženja, katerega ima REIT v lasti. Doseže se brez zbiranja dodatnega kapitala, je bolj pod kontrolo managementa in je zelo pomembna za REIT in njegove delničarje. Pomembna pa je kontrola rasti stroškov, saj bo v primeru, da ti rastejo hitreje kot njegovi čisti poslovni dobiček (angl. *Net Operating Income*), notranja rast nižja. Ob upoštevanju tega je lahko ta rast stabilna in zanesljiva.
- **zunanjo rast**, ki se ustvarja s pridobivanjem ali razvojem nepremičnin, s prevzemi in ustvarjanjem dodatnih tokov prihodkov. Ta vrsta rasti je mogoča le, če REIT pridobi kvalitetne nepremičnine po atraktivnih cenah, če profitabilno razvije svoje nepremičnine, če ima možnost zbiranja kapitala in nizkem strošku le-tega. Da se ustvari dodatna vrednost za REIT, mora biti donos na investicijo višji od stroška vloženega kapitala.

Management zasleduje tisto strategijo, ki jo ocenjuje kot optimalno glede na izbrane trge nepremičnin, priložnosti in strošek kapitala. Na splošno pa velja, da podjetja z nižjim stroškom kapitala in z visoko kvalitetnimi investicijami lahko rastejo hitreje kot podjetja z višjim, manj konkurenčnim stroškom kapitala. Pri tem držijo naslednje trditve (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 14):

- **Razvoj je večje tveganje kot nakup nepremičnin.** Tveganje se povečuje glede na čas trajanja razvoja in je vključeno v višjo zahtevano stopnjo donosa na vložena sredstva.
- **Nakup je večje tveganje kot aktivno upravljanje obstoječih nepremičnin.** To lahko vključuje prenove ali novo pozicioniranje na obstoječem trgu, katerega REIT že pozna, in je zato manj tvegano v primerjavi z nakupom nove nepremičnine zaradi morebitne nepravilne ocene trga.
- **Več dolga pomeni več tveganja.** Poleg tega zadolženost vpliva na sposobnost izkoriščanja novih tržnih priložnosti (na primer, nakup visoko kvalitetne nepremičnine v času krize ali ob posebnih tržnih priložnostih, oziroma za te namene zadolžitev ali povečanje lastniškega kapitala po nižjih cenah, kot bolj zadolžena podjetja).

Mullaney (1998, str. 21) pravi, da mora uspešen REIT doseči svojo konkurenčno prednost, kar običajno lahko doseže na enega izmed naslednjih načinov:

- ciljanje hitro rastočih trgov (na katerih je napovedana rast populacije in zaposlenost nad povprečjem države, zato se ocenjuje, da bo tako tudi pri nepremičninah),
- uporaba ovir za vstop na trg (na primer, nakup nepremičnin na celotnem območju),

- nakup za manj kot so nadomestitveni stroški (včasih se na trgu pojavijo ugodne nakupne priložnosti, ki stanejo manj, kot bi stala investicija v novo nepremičnino ali prenova nepremičnine),
- postati ključni igralec na določenem trgu (fokusiranje na enega ali nekaj specifičnih trgov in pridobitev več nepremičnin znotraj tega trga ter tako doseganje ekonomije obsega),
- imeti v lasti prestižno nepremičnino, ki zagotavlja premijo nad vrednostjo denarnih tokov (prestižne nepremičnine po lokaciji, kvaliteti izgradnje ali najemnikih, lahko dosegajo višje najemnine kot nepremičnine v okolju, ki nimajo teh lastnosti).

2.6 Delnice REIT-ov

Dajčman (2008, str. 79) pravi, da se delnice REIT-ov, ker je večina dohodka REIT-a izplačana delničarjem, tržijo običajno po ceni, ki je blizu neto vrednosti enote premoženja (angl. *Net Asset Value*, v nadaljevanju NAV, ki pomeni neto tržno vrednost vseh sredstev družbe po odštevanju vseh obveznosti in dolžnosti). Cena delnice REIT-a lahko zaradi sentimenta na finančnem trgu, ki spreminja razmerje med ponudbo in povpraševanjem po delnicah REIT-ov, v določenih trenutkih ne doseže ali pa preseže to vrednost. Cena delnic REIT-a lahko ohranja svojo premijo le, če njena cena raste hitreje kot vrednost premoženja REIT. Velik interes institucionalnih investitorjev in premožnih vlagateljev, ki so največji povpraševalci po teh delnicah, zagotavlja konstanten pritok sredstev v REIT-e, kar dodatno prispeva k višini premije na NAV REIT-a.

Tudi Mullaney (1998, str. 245) se strinja, da na cenitev REIT-a vpliva njegova velikost in da se delnice večjih REIT-ov običajno trgujejo s premijo glede na tiste manjših REIT-ov, za kar je več razlogov:

- Večji REIT-i običajno pogosteje vstopajo na kapitalske trge za lastniški in dolžniški kapital. Takšni dogodki zahtevajo, da analitiki zagotavljajo strokovna mnenja in ugotavljajo poštenost njihove cene delnice, investitorji pa posledično lahko sprejemajo bolj informacijsko podprte odločitve. Navedeno zagotavlja, da tržna vrednost REIT-a bolj odraža osnovno vrednost njegovega premoženja in upravljalvskega tima.
- Večji REIT-i pritegnejo več pozornosti s strani institucionalnih investitorjev. Gibanje sredstev teh investitorjev v in iz večjih REIT-ov ima majhen do zanemarljiv vpliv na ceno njihovih delnic, če pa bi ti vlagali pomembna sredstva v manjše REIT-e, bi nakup ali prodaja delnic lahko imela pomemben vpliv na ceno delnice zaradi faktorja ponudbe/povpraševanja.
- Večji REIT-i z veliko premoženja lažje in ceneje dostopajo do denarja, saj imajo posojilne institucije v primeru le-teh boljše zavarovana svoja posojila, nižji stroški posojila pa jim tudi omogočajo realizacijo višjih stopenj dobička na njihovih nepremičninah.

Morri in Baccarin (2016, str. 347–366) sta analizirala, s kakšnim diskontom/premijo glede na NAV so v obdobju 2003 do 2014 trgovali javno trgovani REIT-i v Veliki Britaniji, na Nizozemskem in v Franciji. Ugotovila sta, da so edini, ki trgujejo s premijo na NAV Nizozemski REIT-i (+ 3,7 %), s katerimi se trguje na likvidnem trgu in se temu tudi hitro prilagajajo. Francoski REIT-i so sicer večji, so pa manj likvidni in nanje močno vpliva tržni sentiment. Trgujejo z

diskontom na NAV (-9,78 %), ki je približno enak diskontu REIT-ov v Veliki Britaniji (-9,8 %), ki so v povprečju manjši, srednje prilagodljivi in najbolj likvidni med primerjanimi REIT-i. Ameriški REIT-i sicer trgujejo s premijo (okrog 7 %). Izsledki analize so prikazani v Tabeli 1.

Tabela 1: Usklajenost cene delnic kotirajočih evropskih REIT-ov v Veliki Britaniji, Nizozemski in Franciji glede na NAV

Podatek	Francija	Nizozemska	Velika Britanija
Št. REIT-ov	9,00	6,00	15,00
Celotna sredstva (mio EUR)	11.234,00	17.232,00	9.361,00
Nepremičine/celotna sredstva	92,00 %	93,00 %	89,00 %
Tržna vrednost nepremičnin (mio EUR)	3.937,00	3.333,00	2.342,00
Diskont na NAV	9,78 %	-3,70 %	9,83 %
Zadolženost	49,00 %	40,00 %	38,00 %
Povprečni dnevni trgovni volumen (št. delnic, 6 mesecev)	150.456,00	227.035,00	2.609.706,00
b	0,83	0,85	1,01
ROA (%)	4,30 %	4,80 %	4,10 %

Vir: G. Morri & A. Baccarin, European REITs NAV discount: do investors believe in property appraisal? 2016, str. 353.

2.7 Prednosti REIT-ov

Naložbe v REIT-e številni vlagatelji uvrščajo med varnejše, zaradi dokazanih prednosti, katere povzemam v nadaljevanju:

Likvidnost

Nepremično premoženje, ki tradicionalno velja za manj likvidno, a varno sredstvo, je lahko v obliki REIT-ov zelo likvidno. Delnice javno trgovanih REIT-ov se zlahka pretvori v gotovino po dnevni kotaciji cen (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.b).

Redni prihodki

REIT-i sodijo med podjetja, ki plačujejo najvišje dividende, ki so tudi stabilne, saj prihajajo iz relativno stabilnega in predvidljivega toka pogodbenih najemnin, ki jih plačujejo najemniki REIT-ovih nepremičnin (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.b).

Visoka dividendna donosnost

Donosnost dividend REIT-ov pa je privlačna, če je konstantna, in še bolj, če se z leti povečuje. V primerjavi s širšim trgom vrednostnih papirjev so zanesljive in rastoče dividende REIT-ov v kombinaciji z dolgoročnim zvišanjem vrednosti kapitala prek zvišanja cen delnic zagotovile vlagateljem privlačen skupni donos v več obdobjih v zadnjih štirideset letih. Večinoma so bili v preteklosti na dolgi rok donosi REIT-ov, ki kotirajo na borzi, precej višji od povprečnega donosa

Indeksa S&P 500, Dow Jones Industrials in NASDAQ Composite. Mnogi imajo dividendne donose, ki presegajo 10 % (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.d.g).

Tudi v večini zadnjih dvajset let so skupni letni donosi kotirajočih nepremičninskih družb v okviru FTSE EPRA/NAREIT Developed Global in Developed Europe Index Series presegli donose splošne delnice in državne obveznice, kar prikazuje spodnja tabela.

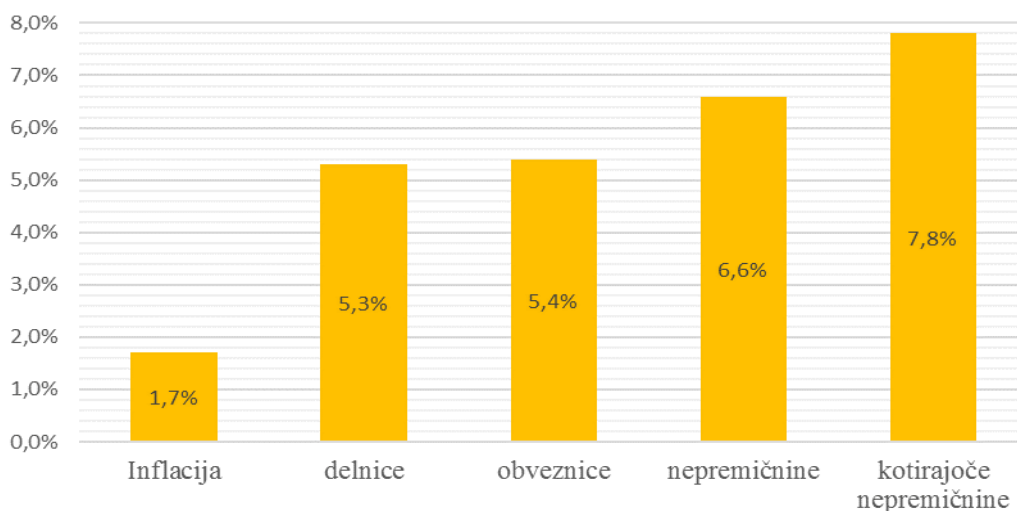
Tabela 2: Letni donosi naložbenih produktov v Evropski uniji, merjeni v različno dolgih obdobjih (v %)

LETA	kotirajoče nepremičnine	državne obveznice	delnice
1	-0,6	0,0	20,2
2	-1,9	0,7	4,5
3	10,9	5,0	7,6
5	13,5	5,1	10,6
10	0,2	5,4	3,7
15	7,8	5,4	5,3
20	8,2	5,6	6,5

Vir: European Public Real Estate Association, Investing in Listed Real Estate. 2017a.

V petnajst letnem obdobju, ki je končal 31. 12. 2015, so bili REIT-i v Združenih državah Amerike najuspešnejša naložba, ki je prinašala donosnost v višini 11,1 % letno. Donosnost Indeksa S&P 500 in NASDAQ je v istem obdobju znašala le 5 % oziroma 4,8 % (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. xv). Spodnji grafikon prikazuje, da je bilo enako tudi v Evropski uniji, le da je bila tu donosnost REIT-ov nižja, v višini 7,8 % (European Public Real Estate Association, b.l.).

Slika 5: Celotni povprečni letni donos 15-letnih naložbenih produktov v Evropski uniji



Vir: European Public Real Estate Association, Investing in Listed Real Estate. 2017a.

Yung in Nafar (2017, str. 423–439) sta v svoji raziskavi ugotovila, da pozornost investorjev vpliva na ceno delnic in višje donose. Povprečni donosi so predvsem višji v primeru manjših REIT-ov in tistih, ki imajo večje razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo, nižji pretekli donos, nižjo ceno delnice in večjo nelikvidnost.

Tudi vključitev REIT-a v indeks je pomemben faktor za njegovo dolgoročno uspešnost. Finančni upravljalci morajo namreč razporediti denar za investicije v delnice, ki so del glavnih indeksov, s katerimi se primerjajo, in REIT-i, ki so vključeni v indeks S&P 500, 400 ali 600, so bolj vidni investitorjem in finančnim upravljalcem. Zato, kadar so REIT-i priljubljeni kot investicijski razred, običajno po uspešnosti prekašajo REIT-e, ki niso vključeni v indeks, in obratno, v času, ko REIT-i niso priljubljeni med investitorji, tisti, uvrščeni v indeks, doživljajo nesorazmerne padce, čeprav začasne.

Nizka korelacija z drugimi vrstami naložb

Nepremičnine imajo šibko korelacijo z drugimi vrstami naložb, kot so delnice in obveznice, kar omogoča povečanje donosnosti portfelja ob nespremenjenem tveganju oziroma doseganje enake donosnosti portfelja ob nižjem skupnem tveganju portfelja (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 21).

Kot lahko vidimo v tabeli 3 je bila korelacija med delnicami REIT-ov in drugimi delniškimi indeksi v obdobju december 1980 do december 2010 v vseh primerih občutno manjša od 1,00. V primeru REIT-ov gre tako za panogo, ki ima zaradi svojih lastnosti šibko do zmerno korelacijo z drugimi panogami in je zato odličen instrument za razpršitev naložbenega tveganja.

Tabela 3: Korelacija javno-trgovanih REIT-ov z delniškim trgom v obdobju december 2000 do december 2010

	FTSE NAREIT Equity	S&P 500	NASDAQ Composite	S&P Utilities	Dow Jones Industrials	ML Corp/Govt Bond Index
FTSE NAREIT Equity	1,00	0,66	0,53	0,38	0,61	0,10
S&P 500		1,00	0,91	0,56	0,96	-0,10
NASDAQ Composite			1,00	0,40	0,83	-0,17
S&P Utilities				1,00	0,55	0,14
Dow Jones Industrials					1,00	-0,12
ML Corp/Govt Bond Index						1,00

Vir: Block, R. L., Investing in REITS: real estate investment trust, 2012, str. 8.

Block (2012, str. 7–9) ugotavlja, da so bile tekom zgodovine delnice REIT-ov bolj korelirane z drugimi delnicami med nemiri na trgu, medtem ko ohranjajo razmeroma nizko korelacijo z drugimi razredi sredstev v relativno dolgoročnih obdobjih. Enako sta v svoji raziskavi ugotovila tudi Lux in Moss (2016, str. 322–341), ki sta raziskovala, ali je likvidnost delniškega trga nepremičnin odvisna od geografske lege in velikosti podjetja. Navedeno sta testirala v obdobju

dvanajst let, katerega sta razdelila na obdobje pred globalno finančno krizo (2002–2006), med njo (2007–2009) in po njej (od 2010–2014). Ugotovila sta naslednje:

- Globalni in regionalni delniški trg sta pogosto korelirana drug z drugim, predvsem v času recesije, pa tudi v času relativno stabilnih obdobj. Določen časovni razmak je lahko glede na lokalno ekonomijo. Do leta 2007 so bili trgi Japonske, Evrope in Združenih držav Amerike dobro korelirani, nizka korelacija je bila zaznana le v obdobju 2007–2009, iz česar lahko sklepamo, da je bil vpliv na regionalni delniški trg z drugimi faktorji, ne le z makroekonomskimi, na primer, z razliko v monetarni politiki. Sicer je zaznana dolgoročna korelacija med trgi Združenih držav Amerike, Velike Britanije, Evropo in manjša z japonskim ali azijskim trgom.
- Promet z delnicami je bil vidno koreliran na vseh globalnih trgih, se pa trgovani obsegi razlikujejo geografsko in glede na velikost podjetja. Na splošno so trgovani obsegi na vseh trgih na zgodovinsko najnižjih stopnjah od evropske krize v letu 2010 in ne kažejo večjih znakov okrevanja, z izjemo Združenih držav Amerike, kjer se je stanje precej izboljšalo. V dvanajstih letih so bila manjša podjetja v 58 % časa uspešnejša od večjih, le v Združenih držav Amerike so bila uspešnejša večja podjetja. V zadnjih petih letih po globalni finančni krizi so manjša podjetja po uspešnosti prekosila večja na manj razvitih trgih Evrope in Azije, medtem ko v Veliki Britaniji in Združenih državah Amerike manjša podjetja nimajo več prednosti.

Zaključimo lahko, da se REIT trg globalno razvija v isto smer ter, da obstaja močna povezanost med likvidnostjo, vrednostjo in tržno kapitalizacijo. V proučevanem obdobju je globalni REIT trg doživel rast sektorja in izboljšano likvidnost (upadajoč razkorak ponudbe/povpraševanja). Večji razkorak obstaja na manj razvitih trgih, ki so manjši, z manjšo tržno kapitalizacijo in zato manjšo globino trga.

Diverzifikacija tveganja

Različne raziskave so potrdile, da imajo vlagatelji, ki diverzificirajo svoje portfelje med različnimi naložbenimi razredi, boljše možnosti za večji zaslužek. Optimalna alokacija v REIT-e, glede na celotno naložbeno premoženje, je okrog 20 %. Block (2008, str. 245–246) trdi, da je potrebna tudi sektorska diverzifikacija, in sicer je potrebno minimalno od 6 do 8 REIT-ov, da se doseže osnovna stopnja diverzifikacije. Izbor je lahko glede na preference ali poznavanje, lahko pa glede na tržno tehtanje (na primer, če trgovinski REIT-i zajemajo 12 % vseh lastniških REIT-ov, bodo ti zajemali 12 % REIT portfelja investitorja).

Nizka volatilitnost

Delnice REIT-ov so večinoma manj volatilne na dnevnem nivoju kot druge delnice, kar pomeni predvidljivost poslovne in finančne uspešnosti REIT-a in posledično manj tveganja za negativna presenečenja (Block, 2008, str. 9). Navedeno pa ne velja za čas recesije, kar je potrdil Zhou (2016), ki je v svoji raziskavi proučil interakcijo med donosi REIT-ov in volatilitnostjo, ki sta asimetrični oziroma negativno korelirani. V času globalne finančne krize (2007–2009) so namreč cene delnic

REIT-ov močno upadle in volatilitnost se je precej povišala, tudi nad stopnjo splošnega delniškega trga. Omenjeno je prizadelo percepcijo REIT-ov kot varnih naložb (visoko donosnih in nizko volatilnih) in odvrnilo investitorje, nenaklonjene tveganjem in tiste, z željo po stalnih prihodkih, od vlaganja v REIT-e. Zaradi pravila o visokih izplačilih so REIT-i namreč bolj odvisni od kratkoročnih virov financiranja kot podjetja drugih sektorjev, kar je skupaj z nizkimi in padajočimi obrestnimi merami povzročilo višjo zadolženost REIT-ov v primerjavi z drugimi tipi podjetij. Po krizi je volatilitnost upadla in se počasi stabilizirala, REIT-i so se precej razdolžili, cene delnic so si opomogle. Znižanje volatilitnosti tako dokazano prispeva k naraščanju cen delnic.

Profesionalno upravljanje

REIT-i dajejo vlagatelju možnost, da njihove nepremičnine upravlja strokovna ekipa, ki pozna industrijo, razume poslovanje in lahko zato izkoristi priložnosti zbiranja sredstev na kapitalskih trgih. Upravljaljske ekipe REIT-a redno pregledujejo svoj portfelj nepremičnin, in s ciljem povečevanja vrednosti v celotnem nepremičninskem ciklu in maksimiranja vrednosti za delničarje nepremičnine pozicionirajo tako, da bi prinašale najemnino, odločijo, katere bodo v prihodnjih letih verjetno ustvarile manj od povprečnih denarnih tokov oziroma upravljajo portfelj z nakupi in prodajami. Boljše upravljaljske ekipe naj bi generirale nadpovprečno rast prihodkov in odlične letne donose za delničarje, poleg tega so sposobne ustvariti dodano vrednost v vseh gospodarskih pogojih (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.b).

Transparentnost in močno korporativno upravljanje

REIT-i, ki kotirajo na borzi, so podvrženi enakim standardom in zahtevam kot druge javne delniške družbe. Investitorjem zagotavljajo močno korporativno upravljanje, varnost (varovanje malih delničarjev), transparentnost v smislu davčne preglednosti, računovodskega poročanja in obvezne revizije (REIT-i, katerih vrednostni papirji so registrirani pri Komisiji za vrednostne papirje in borzo, morajo skladno s splošno sprejetimi računovodskimi načeli in zahtevami različnih borz, na katerih se trguje z njihovimi deleži, tej redno poročati o pomembnih poslovnih dogodkih in tveganjih, kvartalno morajo razkriti finančne informacije,...), tržno preglednost (vrednotenje naložb s strani sodno zapriseženih cenilcev) in nadzor s strani regulatorja trga vrednostnih papirjev, poleg tega jih redno spremljajo neodvisni analitiki, samostojni revizorji ter poslovni in finančni mediji (National Association of Real Estate Investment Trusts, b.l.b).

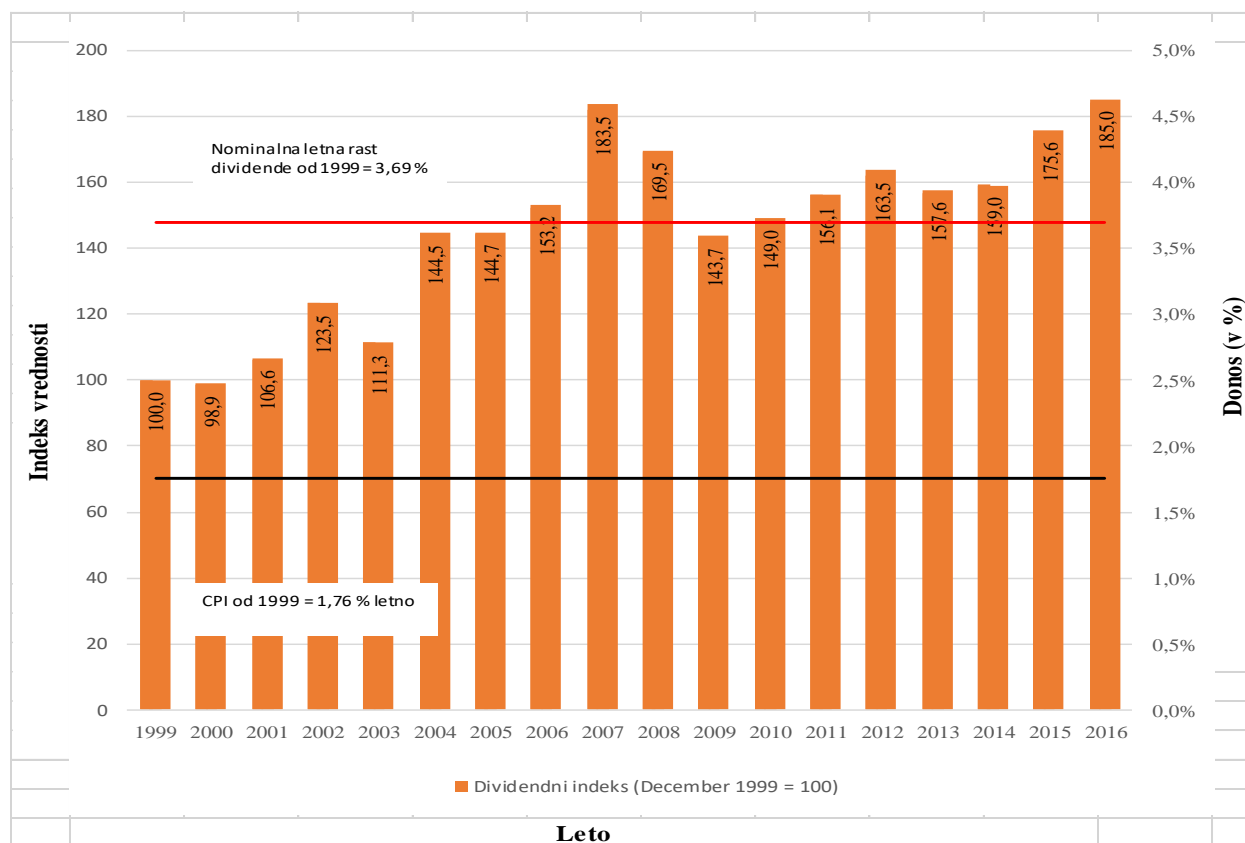
Zaščita pred inflacijo

REIT-i zagotavljajo naravno zaščito pred učinki inflacije, saj nepremičnine, ki so njihovo glavno sredstvo, tradicionalno dobro ohranjajo realno vrednost. Najemnine in vrednosti nepremičnin se povečujejo, ko se tudi cene, kar zagotavlja zanesljiv tok prihodkov in podpira rast dividend REIT-ov tudi v inflacijskih obdobjih.

Slika 6 prikazuje primerjavo indeksa dividend z inflacijo v letih 1999 do 2016. Ugotovimo lahko, da so dividende dolgoročno stabilen vir prihodkov. V proučevanem osemnajst letnem obdobju so

v povprečju povečanja dividende REIT-ov prehitela inflacijo, merjeno z indeksom cen življenjskih potrebščin (angl. *Consumer Price Index*, CPI) (European Public Real Estate Association, b.l.a).

Slika 6: Dividende – dolgoročno stabilen vir prihodkov



Vir: European Public Real Estate Association, *Investing in Listed Real Estate*. 2017a.

2.8 REIT-i in obrestne mere

Krewson-Kelly in Thomas (2016, str. 109) menita, da so REIT-i v določenih obdobjih poslovali slabše od drugih naložbenih opcij predvsem zaradi tržnih razmer, ki so v določenih obdobjih narekovale druge naložbene opcije. Ko so časi nepredvidljivi, pa REIT-i običajno presegajo uspešnost drugih, saj takrat investitorji iščejo naložbe, ki zagotavljajo večjo varnost, stabilnost in donose.

Obrestne mere vsekakor vplivajo na vrednosti nepremičnin. Nobenega dvoma ni, da lahko v obdobju nizkih obrestnih mer REIT-i zagotavljajo večji donos od običajnih bančnih vlog. Nizke obrestne mere spodbujajo nakupno dejavnost, ki običajno vodi v precenitev nepremičnin. Ko gre za naraščanje obrestnih mer, pa so mnenja deljena. Nedvomno okolje naraščajočih obrestnih mer za REIT-e predstavlja več izzivov, saj znižujejo vrednosti nepremičnin (višje obrestne mere zmanjšujejo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov in, če se prihodnji denarni tokovi ne povečajo, ima povečanje obrestne mere tako negativen vpliv na vrednost premoženja) in povečujejo stroške obresti na dolg. Relativno visok dividendni donos REIT-ov je v teh obdobjih

manj privlačen v primerjavi z obveznicami z nizkim tveganjem in fiksnim donosom. Po drugi strani pa okolje naraščajočih obrestnih mer povezujemo z rastjo gospodarstva in naraščajočo inflacijo, oboje pa pozitivno povezujemo z nepremičninskimi vlaganji. Poleg tega na ekonomijo najemov lastniških REIT-ov naraščajoče obrestne mere ne vplivajo in so lahko negativni dejavnik za REIT-e le, če se povečujejo njihovi odlivi zaradi višjih plačil obresti, saj povečanje obrestne mere povzroči dražjo pridobitev kapitala za nakup nepremičnin. Velja tudi, da so REIT-i s presežnimi dolgovi ali tisti, ki v bližnji prihodnosti potrebujejo refinanciranje, bolj dovzetni na povečanje obrestne mere kot drugi. Na splošno pa prevladuje mnenje, da višje obrestne mere običajno najprej prizadenejo uspešnost REIT-ov, sčasoma pa močno gospodarstvo pomaga povečati njihove donose. Uspešnost REIT-ov v okolju naraščajočih obrestnih mer tako ne vodi nujno v slabe donose. Enako lahko vidimo tudi iz zgodovine tečajev delnic kotirajočih REIT-ov, ki so se v obdobjih naraščajočih obrestnih mer pogosteje povečevali kot zmanjševali. Ne glede na to, ali obrestne mere naraščajo ali padajo, očitno to ni glavni razlog za njihovo srednje ali dolgoročno uspešnost. Nedvomno pa so, ko se obrestne mere spreminjajo, kot druge delnice, tudi cene delnic REIT-ov nepredvidljive v kratkih časovnih obdobjih zaradi številnih razlogov, vključno z negotovostjo glede obnašanja vlagateljev (Segal, 2017; Kenney, 2015; Orzano, 2016).

Omenjeno zagovarjata tudi Krewson-Kelly in Thomas (2016, str. 129), ki pravita, da je mogoče največja zmeta o REIT-ih ta, da naraščajoče obrestne mere negativno vplivajo na prihodnjo uspešnost REIT-ov. Zmeta izhaja verjetno še iz časov, ko so bili REIT-i po S&P del finančnega sektorja, na katerega omenjeno res vpliva. Tudi hipotekarnim REIT-om pa povečane obrestne mere lahko koristijo, če neposredno izdajajo posojila.

2.9 Tveganja in slabosti REIT-ov

Block (2012, str. 310–319) ugotavlja, da so REIT-i podvrženi petim osnovnim tveganjem, ki lahko negativno vplivajo na vrednost REIT-ovih nepremičnin in njihovih delnic, pomembno pa je ločiti med blagimi in začasnim ter bolj resnim in dolgotrajnim poslabšanjem pogojev:

- **osnove ponudbe in povpraševanja:** naraščajoče najemnine in/ali cene nepremičnin na začetku cikla se lahko odrazijo v večji razvojni aktivnosti in prekomerni gradnji ter posledično presežni ponudbi (lahko le posamezne vrste nepremičnin ali le na posameznem območju), kar lahko vpliva na padanje stopnje zasedenosti in nižanje najemnin in/ali cen nepremičnin;
- **recesija:** cene nepremičnin so danes bolj spremenljive in hitro reagirajo na spremembe na globalnem trgu kapitala;
- **naraščajoče obrestne mere:** delnice z visokim donosom so bolj občutljive na obrestne mere, zato v okolju naraščajočih obrestnih mer veliko lastnikov takšnih delnic le-te pretvori v varnejše obveznice, saj bo takrat donos glede na višje tveganje primerljiv. Obresti so namreč velik strošek za REIT-e, ki običajno uporabljajo določeno stopnjo zadolženosti, da povečajo donose naložb, kupijo nove nepremičnine ali jih razvijajo. Obrestne mere imajo vpliv tudi na ceno nepremičnin, saj lastniki zahtevajo višje donose naložb;
- **negativne spremembe zakonodaje:** zmanjšanje ali ukinitve določenih spodbud (poseben davčni status, ugodnosti pri nakupu nepremičnin,...);

- **zmanjšanje popularnosti te naložbene opcije:** cene delnic REIT-ov so bile in bodo ranljive zaradi sprememb v priljubljenosti pri investitorjih, kadar ti vlagajo v visoko rastoče sektorje, ki so sicer bolj tvegani, a lahko zagotavljajo precej višje donose, ali druge ponudbe alternativnih naložb.

S posameznim REIT-om so lahko povezana še tveganja, kot so slabo upravljanje podjetja in/ali kredibilnost managementa, slaba bilanca (prezadolženost), pomanjkanje in nezmožnost zbiranja kapitala, slaba diverzifikacija in/ali kvaliteta nepremičnin, v primeru globalnih nepremičninskih portfeljev pa tudi povečana izpostavljenost geopolitičnim, tečajnim in gospodarskim tveganjem na tujih trgih (Block, 2012, str. 98–99).

Za investitorja REIT-i predstavljajo slabo naložbeno opcijo, kadar zagotavljajo malo ali nobenega zvišanja vrednosti kapitala, ker posameznik nima nadzora in v večini primerov predhodnega znanja o posameznih nepremičninah, ki so kupljene in prodane, če izbere napačen REIT z izpostavljenostjo tržno nezanimivimi nepremičninami (trendi se spreminjajo) ali pa je portfelj REIT-a slabo sestavljen (visoki stroški investicijskega vzdrževanja ali pravni problemi). Slabost za investitorja je tudi je obdavčitev dohodka od dividend REIT-ov, ki se šteje kot redni dohodek, na osebni ravni vlagatelja, za razliko od dividend navadnih delnic, ki so obdavčene po nižjih davčnih stopnjah (Shah, b.l.).

3 GLOBALNI REIT TRG

3.1 Velikost in globalna porazdelitev REIT trga

REIT-i so uveljavljen razred sredstev, vendar, kot bomo ugotovili v spodnjih tabelah, še vedno predstavljajo relativno majhen del naložbenega sveta. Zhou (2016) sicer ugotavlja, da je v zadnjih petnajstih letih glede na S&P Global REIT Index, REIT trg rasel v povprečju po 12,33 % letno.

Medtem ko Združene države Amerike še vedno ostajajo največji REIT trg, ta postaja vse bolj globalen. V zadnjem desetletju se je pomen panoge okrepil, število držav, ki omogočajo ustanavljanje REIT-ov, se je povečalo. Tabela 4 prikazuje velikost globalnega trga nepremičnin na presečni datum junij 2017.

Tabela 4: Velikost trga naložbenih nepremičnin – Globalno

Država	Naložbene nepremičnine (\$ mrd)	Kotirajoče nepremičnine (\$ mrd)	Št. podjetij	Od tega REIT	% REIT	Celotna tržna kapitalizacija (\$ mrd)	Velikost delniškega trga (\$ mrd)	Nepremičnine / delniški trg (%)	Kotirajoče nepremičnine / naložbene nepremičnine (%)
	dec.16	jun.17	jun.17	jun.17		jun.17	mar.17	jun.17	jun.17
Evropa	7.981,65	457,80	589	193	33	286,04	14.554,81	3,15	5,74
S Amerika	9.044,25	1.166,50	396	274	69	847,93	29.120,79	4,01	12,90
J Amerika	1.083,00	41,21	87	35	40	32,66	1.538,44	2,68	3,81
Pacifik	1.017,99	213,75	286	80	28	150,73	2.483,77	8,61	21,00
Azija	8.197,86	1.213,51	906	214	24	714,71	23.649,47	5,13	14,80
Afrika	152,10	37,40	69	29	42	22,96	481,98	7,76	24,59
Rusija	394,33	4,98	9	-	-	-	522,60	0,95	1,26
Skupaj	27.871,18	3.135,15	2.342	825	35	2.055,03	72.351,86	4,33	11,25

Vir: European Public Real Estate Association, EPRA Research: EPRA Total Markets Table, June, 2017b.

Iz gornje tabele lahko vidimo, da kotirajoče nepremičninske družbe, katere predstavlja FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index, predstavljajo dobre 4 % celotnega delniškega trga. Od 2.342 nepremičninskih podjetij je 825 REIT-ov, kar pomeni 35 % vseh nepremičninskih družb. Vrednostno kotirajoče nepremičninske družbe predstavljajo dobrih 11 % trga naložbenih nepremičnin.

Med vsemi regijami po številu REIT-ov prednjačijo Združene države Amerike, kjer ti predstavljajo skoraj 70 % vseh nepremičninskih družb. Nepremičninske družbe v Združenih državah Amerike, ki kotirajo na borzi, predstavlja FTSE EPRA/NAREIT North America Index, vrednostno sektor predstavlja 4 %. Vrednostno kotirajoče nepremičninske družbe predstavljajo skoraj 13 % trga vseh naložbenih nepremičnin.

V Evropi REIT-i predstavljajo 33 % vseh nepremičninskih podjetij. Sektor kotirajočih nepremičninskih družb v razviti Evropi predstavlja FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index, in predstavlja dobre 3 % delniškega trga. Vrednostno kotirajoče nepremičninske družbe predstavljajo skoraj 6 % celotnega trga naložbenih nepremičnin.

Tabela 5 predstavlja trg naložbenih nepremičnin v Evropi. Vidimo lahko, da je v Evropi številčno največ REIT-ov v Veliki Britaniji, Španiji, Bolgariji in Franciji. Kotirajoče nepremičninske družbe med nepremičninskimi družbami največji delež zavzemajo na Švedskem in v Švici, kjer predstavljajo okrog 20 %, vendar med njimi ni nobenega REIT-a. Na listo je uvrščena tudi Slovenija, z 18,11 milijard ameriških dolarjev velikim trgom naložbenih nepremičnin, kjer pa na presečni datum junij 2017 ni bilo nobenega REIT-a, kot tudi ne kotirajočih nepremičninskih družb.

Tabela 5: Velikost trga naložbenih nepremičnin - Evropa

Država	Naložbene nepremičnine (\$ mrd.)	Kotirajoče nepremičnine (\$ mrd)	Št. podjetij	Od tega REIT	% REIT	Celotna tržna kapitalizacija (\$ mrd)	Velikost delniškega trga (\$ mrd)	Nepremičnine /delniški trg (%)	Kotirajoče nepremičnine / naložbene nepremičnine (%)
	dec.16	jun.17	jun.17	jun.17		jun.17	mar.17	jun.17	jun.17
Avstrija	174,04	11,49	10	-		5,5	134,32	8,55	6,60
Belgija	210,13	15,89	26	17	65	10,45	447,03	3,55	7,56
Bolgarija	15,14	0,46	37	33	89	-	6,02	7,64	3,04
Hrvaška	17,18	0,08	2	-	-	-	22,25	0,36	0,47
Ciper	8,40	0,09	6	-	-	-	2,15	4,19	1,07
Češka	75,46	-	-	-		-	28,28	-	-
Danska	138,03	1,60	10	-	-	-	423,05	0,38	1,16
Estonija	8,93	0,14	3	-	-	-	2,68	5,22	1,57
Finska	106,60	5,27	6	1	17	4,96	255,16	2,07	4,94
Francija	1.108,45	90,36	57	32	56	62,99	2.347,03	3,85	8,15
Nemčija	1.559,99	79,07	59	4	7	54,05	2.161,55	3,66	5,07
Grčija	75,41	3,21	12	4	33	1,01	48,47	6,62	4,26
Madžarska	42,59	0,22	3	-	-	-	25,99	0,85	0,52
Irska	132,12	2,84	3	3	100	2,84	120,82	2,35	2,15
Italija	832,83	2,98	10	5	50	2,35	636,83	0,47	0,36
Latvija	9,92	-	1	-	-	-	1,10	-	-
Litva	15,61	0,05	2	-	-	-	4,12	1,21	0,32
Luksemburg	26,76	0,73	1	-	-	-	21,45	3,40	2,73
Malta	4,77	0,17	3	-	-	-	5,14	3,31	3,56
Nizozemska	347,02	6,40	11	5	45	5,35	577,14	1,11	1,84
Norveška	166,70	5,57	7	-	-	2,96	252,26	2,21	3,34
Poljska	160,26	5,77	42	-	-	-	181,45	3,18	3,60
Portugalska	82,26	0,04	2	1	50	-	70,22	0,06	0,05
Romunija	58,72	0,01	4	1	25	-	20,05	0,05	0,02
Slovaška	34,10	-	-	-		-	7,41	-	-
Slovenija	18,11	-	-	-		-	6,00	-	-
Španija	546,14	24,90	55	39	71	13,29	799,70	3,11	4,56
Švedska	230,13	54,90	55	-	-	26,16	790,15	6,95	23,86
Švica	296,93	52,88	56	-	-	15,42	1.724,66	3,07	17,81
VB	1.478,92	92,68	106	48	45	78,71	3.432,33	2,70	6,27
Skupaj EU	7.981,65	457,80	589	193	33	286,04	14.554,81	3,15	5,74

Vir: European Public Real Estate Association, EPRA Research: EPRA Total Markets Table, June, 2017b.

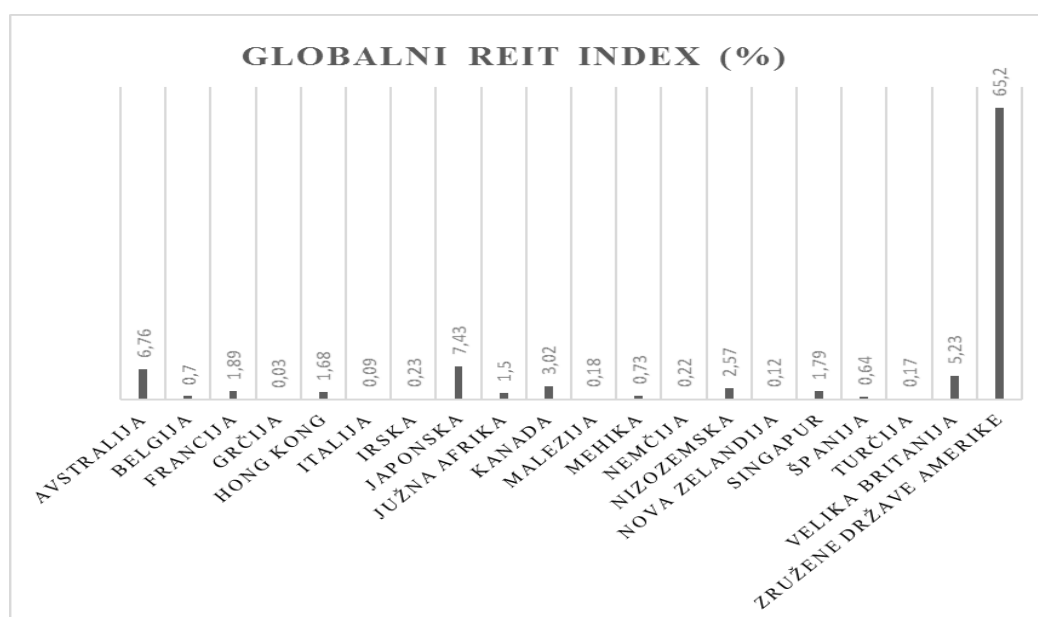
V Tabeli 6 je prikazana globalna porazdelitev REIT trga, s številom REIT-ov v posamezni državi, številom tistih, ki so vključeni v EPRA/NAREIT Index ter njihov delež, ki ga zasedajo na globalnem REIT trgu. Grafični prikaz deležev, katerega posamezne države zasedajo na globalnem REIT trgu, prikazuje slika 7. Tako iz tabele kot grafičnega prikaza lahko ugotovimo, da skoraj dve tretjini REIT trga predstavljajo Združene države Amerike. Nad 5 % trga imajo še Japonska, Avstralija in Velika Britanija, med tem, ko je delež ostalih držav zanemarljiv.

Tabela 6: Pregled globalnega REIT trga

Država	Št. REIT-ov	Št. v EPRA REIT Index	Tržna kapitalizacija (mio EUR)	Globalni REIT Index (%)
Avstralija	56	13	88.333	7
Belgija	17	8	11.673	1
Francija	32	6	74.013	2
Grčija	4	1	2.189	0
Hong Kong	12	3	22.539	2
Italija	5	2	2.446	0
Irska	3	3	2.492	0
Japonska	56	33	102.695	7
Južna Afrika	29	11	25.711	2
Kanada	46	16	48.957	3
Malezija	17	4	6.179	0
Mehika	13	6	13.174	1
Nemčija	4	2	2.852	0
Nizozemska	5	5	26.695	3
Nova Zelandija	6	1	3.772	0
Singapur	36	9	43.204	2
Španija	5	4	11.682	1
Turčija	25	4	6.363	0
VB	44	28	60.828	5
ZDA	227	134	926.316	65
SKUPAJ	642	293	1.482.113	100

Vir: European Public Real Estate Association, Global REIT Survey 2017, September, 2017c.

Slika 7: Globalna porazdelitev REIT trga



Vir: Vir: European Public Real Estate Association, Global REIT Survey 2017, September, 2017c.

3.2 Stopnje zrelosti REIT trgov

REIT-i se nahajajo v različnih oblikah, strukturah, razlikujejo se v strategiji in poslovanju. Njihove aktivnosti lahko kategoriziramo v dvanajst področij: priliv kapitala, korporacijska struktura, porazdelitev kapitala, transakcijske aktivnosti, financiranje, specifične nepremičnin, zakonodajno okolje, upravljanje tveganj, korporativno upravljanje, finančno poročanje, zunanje trgovanje in trendi na trgu. Za vsako podjetje se pomembnost teh dvanajstih področij razlikuje, kar devet pa jih je odvisnih od državne zakonodaje. V vseh zakonodajah imajo REIT-i poseben davčni status, sicer so unikatni v vsaki državi. Veliko mlajših zakonodaj je še vedno v zgodnji fazi organiziranosti. V Ernest & Young (2016, 2017) so ocenili zrelost zakonodaj in druge značilnosti posameznih trgov, ter glede na razvoj razdelili trg v štiri različne stopnje zrelosti režima:

- **Nastajajoči trgi:** predstavljajo naslednji val REIT trgov, ko bodo zakonodajni in regulatorni okvirji ustrezali globalnim investitorjem, ki zahtevajo likvidnost, transparentnost in močno korporativno upravljanje. Kako hitro se stvari spreminjajo, je dober primer Španija, kjer je bil SOCIMI uveljavljen leta 2009, a ker sprva ni predvidel posebne davčne strukture, ni bilo nobenega REIT-a, ki bi kotiral na borzi vrednostnih papirjev. Konec leta 2012 je bila sprejeta ustrezna zakonodaja in v letu 2013 je prvi REIT kotiral na borzi. Večinoma podjetja niso zbirala novega kapitala, pač pa so izkoristili prednosti nove davčne strukture.
- **Razvijajoči trgi:** vključujejo veliko mlajših REIT trgov, na katere se nanašata predvsem dva izziva: izboljšanje meritev na nivoju države (tveganje, transparentnost, ugodno poslovno okolje, splošno korporativno upravljanje), ki so v tej skupini ustrezne, ne pa močne, in tržna kapitalizacija, ki še ni zadosti velika (večina držav ima REIT sektor s tržno kapitalizacijo pod 10 milijard ameriških dolarjev). Južna Afrika je primer sicer zrelega trga, saj tu že dolgo obstaja globalna nepremičninska investicijska skupnost, ima dobre ocene transparentnosti, finančni trg in transakcijski volumni pa so globalno gledano še vedno majhni, poslovno okolje neprimerno in tveganje države veliko.
- **Uveljavljeni in zreli trgi:** so si v marsičem podobni, imajo velik in razvit nepremičninski trg, ki privablja domače in tuje investitorje ter tako kapital. Okrepljeni so z globokim in likvidnim lastniškim in dolžniškim trgom ter zrelim in razmeroma odprtim poslovnim okoljem. Razlikujejo se v pripravljenosti sprejemanja REIT koncepta. Hong Kong in Nemčija sta primera, kjer ne-REIT strukture ostajajo glavni igravec na nepremičninskem trgu, Japonska in Singapur pa prakse, kjer so REIT-i pomembni, pa vendar le ena od naložbenih možnosti. Vzrok je lahko v naravi posameznega podjetja ali značilnosti zakonodaje. Najbolj opazen faktor je morebiti delež razvoja (REIT struktura je manj primerna za podjetja, bolj fokusirana na razvojno aktivnost, ki je v določenih strukturah, na primer na Japonskem, celo prepovedana), sestava prihodkov in odnos do tveganja.

Tabela 7 prikazuje stopnje zrelosti REIT režimov posameznih držav.

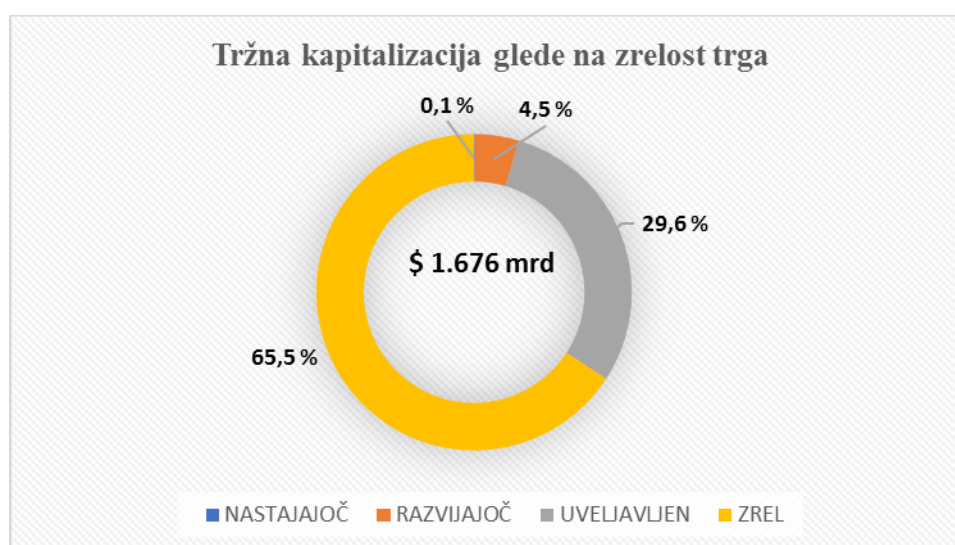
Tabela 7: Razvrstitev držav po stopnji zrelosti REIT režimov

NASTAJAJOČ	RAZVIJAJOČ	UVELJAVLJEN	ZREL
Brazilija	Finska	Avstralija	Združene države Amerike
Bolgarija	Irska	Belgija	
Grčija	Italija	Kanada	
Madžarska	Malezija	Francija	
Indija	Mehika	Nemčija	
Izrael	Južna Afrika	Hong Kong	
Kenija	Južna Koreja	Japonska	
Pakistan	Španija	Nizozemska	
Filipini	Turčija	Nova Zelandija	
Savdska Arabija		Singapur	
Tajvan		Velika Britanija	
Tajska			
Vietnam			

Vir: Ernest & Young, Global REIT Markets, 2017.

Po podatkih Ernest & Young (2016, 2017) se Avstralija in Velika Britanija premikata k zrelosti, Belgija je bila prestavljena v uveljavljene, Finska in Južna Afrika pa sta na vrhu razvijajočih in bosta verjetno hitro prešla med uveljavljene. Tržna kapitalizacija REIT-ov se je med letoma 2016 in 2017 povečala za 4 %. Najhitreje rastoča trga v zadnjih petih letih (2010–2016) sta Avstralija in Japonska, ki sta po tržni kapitalizaciji prehitela Francijo in Veliko Britanijo. Še vedno dominirajo Združene države Amerike, ki predstavljajo skoraj dve tretjini globalnega REIT trga, slabo tretjino pa predstavljajo uveljavljeni trgi, kot lahko vidimo tudi iz spodnjega grafikona.

Slika 8: Tržna kapitalizacija REIT-ov glede na zrelost trgov



Vir: Ernest & Young, Global REIT Markets, 2017.

3.3 Uspešnost REIT trgov

Tabela 8 prikazuje uspešnost REIT trgov v zadnjih štirih letih. Prednjači regija Srednji Vzhod/Afrika, sledi Amerika, globalni REIT Indeks, Evropa, najmanj donosni so bili REIT-i v Aziji/Pacifiku.

Tabela 8: Letni donos FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Index Series

Leto	Globalno	Amerika	Azija/Pacifik	Evropa	Srednji Vzhod/Afrika
2014	3,40	3,71	2,95	3,19	4,12
2015	3,61	3,95	3,27	3,07	4,74
2016	3,81	4,05	3,42	3,53	5,77
2017	3,79	4,21	3,24	3,40	6,43

Vir: National Association of Real Estate Investment Trust, FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Index Series Daily Returns, January 25, 2018.

FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index predstavlja splošne trende na delniškem trgu nepremičnin in vključuje REIT-e in ne-REIT-e na razvitih globalnih trgih in primerja trende globalnega z razvitim evropskim trgom. Rezultati so povzeti v naslednjih tabelah.

V Tabeli 9 lahko primerjamo uspešnost in volatilnost REIT-ov in ne-REIT-ov na globalnih razvitih trgih in trgih razvite Evrope. Vidimo lahko, da lahko donos naložbe v REIT-e kratkoročno precej niha in v nekem obdobju dosega celo negativen donos, kar potrjuje trditev, da so REIT-i primerni kot dolgoročna naložba. Gledano povprečno tri letno donosnost, so donosnejši ne-REIT-i, kot so tudi ti manj volatilni. Povprečna letna donosnost v daljšem, pet letnem obdobju, pa je višja v primeru REIT-ov na razvitih globalnih trgih med tem, ko je v Evropi še vedno donosnejša naložba v ne-REIT-e.

Tabela 9: Uspešnost (donosnost, preračunana v EUR) in volatilnost

Index	Donos (%)					Donos p.a. (%)		Volatilnost (%)		
	3M	6M	1L	3L	5L	3L	5L	1L	3L	5L
FTSE EPRA/NAREIT Developed REITs	1,7	-0,6	-5,4	16,9	61,3	5,4	10,0	10,0	16,2	13,4
FTSE EPRA/NAREIT Developed Non-REITs	4,4	4,5	12,4	22,8	38,0	7,1	6,7	9,2	16,6	12,0
FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs	5,8	5,8	8,3	14,2	60,1	4,5	9,9	10,1	19,9	15,1
FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Non-REITs	6,4	9,4	20,6	52,9	112,0	15,2	16,2	10,0	16,3	11,9

Vir: FTSE Russell, FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs and Non-REITs Indices, 29 December, 2017.

V Tabeli 10 je prikazana uspešnost REIT-ov in ne-REIT-ov na globalnih razvitih trgih in trgih razvite Evrope v letih od 2008 do 2017. Rezultati tabele kažejo, da so bili v proučevanem deset letnem obdobju na razviti trgih REIT-i uspešnejši v šestih od desetih obdobjih. V Evropi je situacija drugačna, REIT-i so bili uspešnejši le v treh obdobjih.

Tabela 10: Letna uspešnost - celotna donosnost, preračunana v EUR

Index % (EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FTSE EPRA/NAREIT Developed REITs	-41,7	28,4	31,3	6,0	21,0	-1,8	40,5	12,8	9,6	-5,4
FTSE EPRA/NAREIT Developed Non-REITs	-51,3	46,6	23,7	-22,0	44,5	4,9	7,2	6,6	2,4	12,4
FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs	-44,1	35,5	12,7	-10,0	30,4	12,2	24,9	16,0	-9,1	8,3
FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Non-REITs	-58,4	38,2	28,8	-8,4	25,3	8,9	27,3	23,4	2,6	20,6

Vir: FTSE Russell, FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs and Non-REITs Indices, 29 December, 2017.

Tabela 11 prikazuje število in velikost REIT-ov in drugih nepremičninskih družb na trgih razvite Evrope ter primerja njihovo dividendno donosnost. Rezultati tabele kažejo, da dividendna donosnost REIT-ov v povprečju znaša 3,89 % in je višja od dividendne donosnosti ne-REIT-ov, ki v povprečju znaša 2,74 %.

Tabela 11: Število in velikost REIT-ov in drugih nepremičninskih družb po državah Evrope ter primerjava dividendne donosnosti

Država	FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs			FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Non-REITs		
	Št. podjetij	Mcap (mio EUR)	%	Št. podjetij	Mcap (mio EUR)	%
Avstrija	/	/	/	2	4.859	5,15
Belgija	9	7.664	6,01	/	/	/
Finska	/	/	/	2	1.416	1,50
Francija	7	22.382	17,56	/	/	/
Nemčija	2	2.459	1,93	10	49.170	52,14
Irska	3	2.643	2,07	/	/	/
Italija	2	1.131	0,89	/	/	/
Nizozemska	5	25.473	19,99	/	/	/
Norveška	/	/	/	1	1.357	1,44
Španija	5	9.093	7,13	/	/	/
Švedska	/	/	/	13	18.272	19,38
Švica	/	/	/	4	11.860	12,58
Velika Britanija	28	56.602	44,41	9	7.367	7,81
Skupaj	61	127.447	100,00	41	94.301	100,00
Dividendna donosnost (%)	3,89			2,74		

Vir: FTSE Russell, FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs and Non-REITs Indices, 29 December, 2017.

Pregled Top 25 REIT-ov v Evropi glede na tržno kapitalizacijo v tretjem kvartalu leta 2017 se nahaja v Prilogi 1 te naloge.

3.4 Trendi in izzivi REIT industrije

Block (2008, str. 134–139) govori o naslednjih trendih v REIT industriji:

- **Recikliranje kapitala**, ki je inteligentna metoda za financiranje atraktivnih projektov, pri kateri gre za prodajo premoženja z limitirano rastjo ali celo popolni izhod iz celotnega trga, ki je

dolgoročno ocenjen kot manj atraktiven, ali pa nasprotno, prodaja visoko vrednotenih nepremičnin in uporaba iztržka za financiranje novih investicij z oceno višjih dolgoročnih donosov. V vsakem primeru pa gre za ustvarjenja vrednosti za delničarje, brez svežega lastniškega kapitala.

- **Oblikovanje partnerstev z institucionalnimi investitorji**, kjer je možnih veliko oblik partnerstev z institucijami, ki imajo kapital in željo investirati v REIT (na primer prenos zrelih ali pravkar razvitih nepremičnin na skupno partnerstvo, nakup obstoječih nepremičnin in njihov razvoj...). Takšna partnerstva dajejo REIT-u priložnost, da uravnoteži sposobnosti managementa/svojih developerjev, s ciljem ustvariti privlačne donose novih investicij. V primeru učinkovitosti se namreč lahko ustvari višji ali dodatni denarni tok in višja vrednost za delničarje. Običajno skupna partnerstva dovoljujejo REIT-u obvladovati več premoženja in generirati višje donose tudi z zbiranjem provizij za upravljanje in razvoj, pogosto z dodatnimi spodbudnimi provizijami za posebej atraktivne donose. Slabost je njihova kompleksnost, zato je težje analizirati napovedi. V kolikor partnerstvo ni oblikovano in implementirano z največjo skrbnostjo, obstaja možnost znižanja vrednosti za delničarje.
- **Združevanje in prevzem ali odkupi delnic**, kar je predvsem možnost kapitalsko močnih REIT-ov (to je tistih, z dobro bilanco stanja, ki imajo dovolj lastniškega kapitala v primerjavi z dolgom ter so zato sposobni poslovati brez večjih finančnih omejitev) v času recesije, nepopularnosti REIT-ov ali trgovanja pod njihovo neto sedanjo vrednostjo.

Izzive za REIT-e pa tudi na uspešnih trgih predstavljajo demografske spremembe in urbanizacija (vpliv na potrebne in zato popularne vrste nepremičnin), učinkovita izraba prostora ter tehnična in procesna kakovost (vpliv na stroške izgradnje in obratovanja), krajši najemi in fleksibilnost (vpliv na upravljanje in prihodkovni del poslovanja), uporaba tehnologij in trajnostna gradnja (stavbe, pripravljene na prihodnost in vpete v lokalno okolje).

4 RAZISKAVA PRIMERNOSTI SLOVENSKEGA TRGA ZA OBLIKOVANJE REIT-OV

4.1 Značilnosti evropskega nepremičninskega trga

Ker je Slovenija odvisna predvsem od evropskega trga, v nadaljevanju navajam nekaj podatkov o evropskem tržišču.

Naložbene nepremičnine predstavljajo pomembno vlogo v evropskem gospodarstvu, industriji in družbenem življenju. Njihova tržna vrednost je v letu 2015 znašala približno 6,2 bilijona EUR, od tega pisarniške nepremičnine predstavljajo 2,5 bilijonov EUR (predstavljajo okrog 40 % celotnega pisarniškega sektorja, saj ima poslovni svet raje fleksibilnost najema), trgovske nepremičnine 2,2 bilijona EUR, celotna vrednost stanovanjskih nepremičnin pa je znašala 25,5 bilijona EUR in precej prekaša ostale sektorje (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, 2016, str. 3).

Netrgovani skladi, ki zavzemajo eno petino celotnega naložbenega portfelja (501 milijard EUR), so največji samostojni lastniki, medtem ko delež neposrednih tradicionalnih investitorjev (zavarovalnice in pokojninske družbe) počasi pada. Investicije postajajo bolj globalne, saj vrednost naložbenih nepremičnin v lastništvu neevropskih institucij, ki vključujejo državne premoženjske sklade, znaša 156 milijard EUR, kar je dvakratna vrednost iz leta 2011 (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, 2016, str. 3).

Dolgoročni denarni tokovi, katere ustvarjajo investicije v nepremičnine, zagotavljajo pomemben vir razpršenega prihodka v portfeljih evropskih varčevalcev in upokojencev. Netrgovani skladi predstavljajo najpopularnejšo pot za izpostavljenost institucionalnih investitorjev do nepremičnin. Evropski pokojninski skladi in zavarovalnice v poslovne in stanovanjske nepremičnine vlagajo preko 1 bilijona EUR (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, 2016, str. 5).

Mazurczak (2011, str. 116–119) ugotavlja, da imajo REIT-i na trgu Združenih držav Amerike in v Avstraliji dolgo in uspešno zgodovino, v Evropi pa so razmeroma nov razred premoženja. Kako posamezne države vpeljejo REIT režim v svoj sistem, je odvisno od tega, kako gledajo na REIT koncept kot pot za obnovitev njihovega nepremičninskega trga. Evropski trg je razmeroma majhen, zato ni notranjih trgov in tako evropski REIT-i ne morejo izkoristiti vseh prednosti, ki jih nudijo razne REIT strukture. Posledično tudi investitorji (zasebni ali institucionalni) nimajo širokega spektra možnosti, ki obstajajo na trgu Združenih držav Amerike in na drugih globalnih trgih. Glavna izziva na evropskem trgu, ki sta bila izpostavljena že v poročilu maastrichtske univerze »The EU REIT and the Internal Market for Real Estate« leta 2007, sta popačena konkurenca med nacionalnimi REIT-i in povečanje varnosti na trgu (zagotovitev primerne funkcionalnosti in stabilizacija notranjih nepremičninskih trgov).

Mazurczak (2011, str. 116–119) nadalje pravi, da je verjetno najpomembnejše vprašanje, ali je možno ustvariti enotno strukturo za vse evropske države. Za nepremičninski trg v Evropi je značilna različnost in razdrobljenost. Večina od sedemindvajsetih držav Evropske unije ima svoje strukture in REIT zakonodajo, ki so jo povzeli od Združenih držav Amerike. Večinoma so se v REIT-e preoblikovale obstoječe nepremičninske družbe, malo pa je novih. Ta fragmentirana tržna situacija je povsem v nasprotju s situacijo na trgu Združenih držav Amerike ali azijskih trgih, kjer velja en in isti režim v vsaki državi, kar omogoča razvoj tržnega deleža, ki je večji kot za celotno Evropo. Velikost trga v Združenih državah Amerike omogoča REIT-om, da izkoristijo ekonomije obsega, kar njihovi evropski konkurenti ne morejo. Izjema je Francija, kjer se trg REIT razvija in raste. Razlike v učinku implementacije in razvoja REIT trga v posameznih državah, so rezultat velikosti trga, konkurence, naložbenih alternativ (predvsem REF), makroekonomske situacije in razvoja nepremičninskega trga. Glavno vlogo za učinkovit razvoj REIT-ov pa ima lokalna vlada in oblasti, ki kreirajo te posebne davčne strukture.

4.2 Predstavitev slovenskega nepremičninskega okolja

Po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (Korenič, 2018) in Urada Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (2018) so se razmere v slovenskem gospodarstvu v letu 2017 še izboljšale. V letu 2017 je bila rast bruto domačega proizvoda znova večja kot v evrskem območju in najvišja v zadnjih desetih letih. Po prvi oceni je bruto domači proizvod v tekočih cenah znašal 43.278 milijona EUR, kar je nominalno za 7,1 % več, realno pa za 5,0 % kot v letu 2016. K rasti je ponovno največ prispeval izvoz, ki se je povečal za 12,3 %, kar pripisujemo rasti tujega povpraševanja, ugodnemu konkurenčnemu položaju podjetij, njihovi vpetosti v globalne verige ter ugodni strukturi izvoza. Vse bolj pomembno je domače povpraševanje, ki se je v primerjavi s predhodnim letom povečalo za 4,0 %. Končna potrošnja se je povečala za 3,8 %, bruto investicije pa za 7,7 %, pri čemer so se investicije v gradbene objekte povečale za 18,2 % (od teh so se investicije v nestanovanjske zgradbe povečale za 21,7 %, investicije v stanovanjske zgradbe pa za 9,4 %). V letu 2018 bo rast bruto domačega proizvoda predvidoma 4,4 %. Število zaposlenih se je v letu 2017 glede na leto 2016 povečalo za 2,8 % in znaša 986.000 oseb, kar je največ po letu 2008. Inflacija ostaja nizka, predvsem zaradi vpliva cen energentov, kot tudi 3-mesečni EURIBOR. Obrestna mera se ni bistveno spremenila že od začetka leta 2016.

Splošno gospodarsko stanje in trend gospodarske aktivnosti pomembno vplivajo na dogajanje na trgu nepremičnin. Na podlagi napovedi mednarodnih institucij pričakujemo nadaljnje izboljševanje gospodarskih razmer, saj naj bi se gospodarska rast v evrskem območju v obdobju 2017–2019 gibala med 1,5 % in 1,9 %, kar bo pozitivno vplivalo tudi na trg nepremičnin in povpraševanje po poslovnih in stanovanjskih nepremičninah ter zemljiščih. Navedeno so pri svojih napovedih upoštevali tudi na Geodetski upravi Republike Slovenije, kjer napovedujejo, da bo povpraševanje po nepremičninah, ki se je krepilo že tekom leta 2016 in v prvi polovici 2017, do konca leta 2017 doseglo še višjo raven, kot tudi cene nepremičnin, ki sledijo povečanju števila kupoprodaj (Geodetska uprava Republike Slovenije, 2017).

Geodetska uprava Republike Slovenije (2017) v Polletnem poročilu o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2017 navaja, da je bilo na prostem trgu in javnih dražbah evidentiranih približno 17.200 kupoprodajnih poslov z nepremičninami v skupni vrednosti 1,07 milijard EUR. K rasti števila transakcij je največ prispevala rast števila kupoprodaj stanovanjskih nepremičnin, ki se je v prvem polletju 2017 glede na prvo polletje 2016 povečala za slabih 9 %. Zaradi izpraznitve zalog stanovanj iz nasedlih projektov in pomanjkanja novogradenj je ponudba po državi vse manjša. Število transakcij in cene stanovanj rastejo po vsej državi, pri čemer posamezna centralna območja precej odstopajo, nov gradbeni cikel pa je zaenkrat zagnan le na območju Ljubljane. Cene nepremičnin so, kljub dve letni rasti, še razmeroma daleč od rekordnih cen pred krizo. Dokler bodo obrestne mere nizke in bo naraščal obseg stanovanjskih posojil, je pričakovati presežno povpraševanje in nadaljnjo rast cen stanovanjskih nepremičnin, ki se bo ustavila, ko bo na trg prišla večja ponudba novih stanovanj po tržno sprejemljivih cenah, za kar na Geodetski upravi Republike Slovenije ocenjujejo, da sta potrebni še najmanj dve leti. Do obrata cen pisarniških prostorov kljub opazni oživitvi trga še ni prišlo, vzrok je predvsem konkurenčna ponudba najemnih poslov. Cene pisarniških prostorov naj bi počasi začele slediti rasti cen

stanovanjskih nepremičnin, predvsem iz razloga povečane gospodarske aktivnosti podjetij in s tem večjega povpraševanja po kvalitetnih poslovnih prostorih. Večja so nihanja cen zemljišč za gradnjo stavb, a trend kaže na kontinuirani dvig cen. So pa gradbena, arhitekturna ter inženirska podjetja v letu 2017 precej bolj zasedena. Izdanih je bilo namreč precej več gradbenih dovoljenj kot leto poprej.

Da se slovenski nepremičninski trg prebuja, s pozitivnimi signali kažejo tudi resni investicijski interesi domačih in tujih investorjev. V zadnjih letih je bilo opravljenih več pomembnih transakcij v večje nepremičninske poslovne, trgovske, hotelske, industrijske in logistične projekte, pa tudi gradbena zemljišča in nedokončane objekte iz časa pred krizo, katere povzemam v spodnji tabeli.

Tabela 12: Pomembne transakcije z nepremičninami v letih 2015-2017

Leto	Investitor	Nepremičnina	Vrednost (cca.)
2015	Ikea	Razvojno zemljišče na območju BTC, kjer se predvideva izgradnja trgovskega centra	13 mio EUR
2015	Revetas Capital	Trgovska centra Supernova Koper in Rudnik	
2016	Greenbay Properties (južnoafriški REIT)	Planet Tuš Koper	50 mio EUR
2016	Greenbay Properties (južnoafriški REIT)	Razvojni luksuzni poslovno-stanovanjski projekt v Ljubljani (stari Kolizej)	10 mio EUR
2016	Lone Star (ameriški REIT)	Nepremičninski portfelj Centrice (trgovski centri Qlandia, skupno 23 poslovnih nepremičnin v Sloveniji)	400 mio EUR
2016	Pokojninska družba A	Garažna hiša na Trdinovi v Ljubljani	10 mio EUR
2017	Skupina List Group (avstrijska nepremičninska družba)	Garažni hiši Kapitelj in Meksiko v Ljubljani	15 mio EUR
2017	Ruski privatni investitor	Trgovska nepremičnina na Čopovi v Ljubljani (najemnik H&M)	7 mio EUR
2017	Slovenski RE sklad	Več trgovin široke potrošnje v Sloveniji	50 mio EUR

Vir: Numerica Partnerji DZU d.o.o., Numerica Real Estate Fund, Preliminary fund raising presentation, 2017; Jones Lang LaSalle IP, Inc., City Report H2 2017, Ljubljana, 2018.

Jones Lang Lasalle IP, Inc. (2018) v svojem poročilu za leto 2017 za posamezne vrste nepremičnin ugotavlja naslednje:

- Trgovske nepremičnine dosegajo 7,25 % donosnost. Najemnine trgovskih prostorov znašajo med 19 in 22 EUR/m² v trgovskih centrih in od 30 do 40 EUR/m² na glavnih ulicah. V letu 2017 ni bilo novih trgovskih centrov, napovedana pa so rušitvena dela za Ikeo, širitev trgovskega centra Supernova Rudnik (2019), Spar European Shopping Centres je napovedal izgradnjo Trgovskega centra Šiška (2019).
- Pisarniške nepremičnine dosegajo 8,25 % donosnost. Stopnja nezasedenosti poslovnih stavb se znižuje in je trenutno 13 %, najemnine znašajo med 12 in 14 EUR/m². V letu 2017 ni bilo novih poslovnih stavb (zadnja je bila Situla, zgrajena v letu 2013), se pa glede na spremembo

lastništva lahko pričakuje oživitev nekaterih večjih mešanih projektov, in sicer razvoj projekta poslovnega stolpa »Severna vrata«, katerega je od Erste Group Immorent kupila Zlatarna Celje, Prime Kapital je od TriGranit kupil projekt »Emonika« (večji večnamenski zasebno-javni razvoj, ki načrtuje moderne pisarne, hotel in trgovski center in naj bi ga realiziral v partnerstvu z MAS Real Estate v letu 2020), Greenbay Properties pa so od Tivoli Projekt kupili projekt »Tivoli« (razvoj stanovanjsko-poslovne in trgovske gradnje). Razvoj novih projektov je sicer v veliki meri odvisen od prednajemniških pogodb.

- Industrijske nepremičnine dosegajo 9,50 % donosnost. Na tem segmentu so napovedani logistični projekt pri Letališču Jožeta Pučnika Ljubljana in Magna v Hočah.

4.3 Nepremičninski naložbeni produkti na slovenskem trgu

Slovenskim vlagateljem zakonodaja omogoča vlagati v nepremičnine neposredno ali posredno. Za posameznika je še vedno najbolj zanimiva oblika naložb v nepremičnine neposredno vlaganje, od posrednih oblik pa fizične kot tudi pravne osebe največ izkoriščajo vlaganja v vzajemne nepremičninske sklade. Ti so, kot pojasnjeno v poglavju 1, vrsta odprtega investicijskega sklada, za katere velja, da število izdanih delnic ni omejeno, investitor lahko vanje investira vsak čas, po dnevni tržni vrednosti enote premoženja sklada. Po tej vrednosti so vzajemni skladi tudi dolžni od vlagateljev kadarkoli odkupovati njihove delnice.

REIT-i so bili slovenskim vlagateljem dolgo dostopni le preko tujih borz (zaprti skladi) ali z neposrednim vlaganjem v eni od tujih držav (odprti skladi). Poskusi oblikovanja lastnega REIT-a zaenkrat še niso uspeli, tako tudi danes večina upravljavcev ponuja tuje nepremičninske vzajemne sklade, kot na primer Raiffeisen banka (ponuja nepremičninski sklad družbe Raiffeisen Capital Management), Numerica Partners (ponuja sklad družbe Premier Pan European Property Share), Banka Koper (ponuja sklada družbe Franklin Templeton Investments, Franklin Global Real Estate Fund), Wiener Städtische (ponuja sklada Fidelity Funds, Global Property Fund in sklad Erste Immobilienfonds), NLB Skladi (vlagajo v delnice nepremičninskih družb na globalni ravni).

V strokovnih krogih so se dolgo pojavljali zagovorniki kot tudi nasprotniki ideje ustanavljanja REIT-ov. Medtem ko je podobne zakonske rešitve predlagala Gospodarska zbornica Slovenije že leta 1998, so skeptiki svoje pomisleke utemeljevali predvsem z velikostjo oziroma majhnostjo in slabo razvitostjo kapitalskega trga za tako specifičen produkt (Pšunder, 2003). Mnenja so bila različna glede zadostnega obstoja možnih potencialnih investitorjev (tako zasebnih kot tudi institucionalnih), kot tudi obstoja zadosti velikega trga nepremičnin, v katere bi REIT lahko vlagal.

Danes se sprašujemo, ali z ustanavljanjem REIT-ov morda že zamujamo, saj so v zadnjem času kar nekaj dobrih nepremičninskih naložb realizirali tuji investitorji. Priložnosti za ugodne nakupe je tako vse manj, s tem pa upada tudi potencialni dolgoročni donos take naložbe. Poleg tega naložbene nepremičnine kot alternativni naložbeni razred pogosto tekmujejo z drugimi naložbenimi razredi, ki imajo fiksni donos. Zaradi ukrepov ameriške centralne banke in morebitnih inflacijskih pritiskov je že prišlo do obrata in rasti donosov obveznic, ki so sicer še vedno zelo nizki, vseeno pa se je primerjalno gledano tudi s tega

vidika položaj nepremičnin poslabšal, saj je prostora za napake oziroma dodatne stroške, povezane z vzdrževanjem in administracijo manj (Kos, 2017).

4.4 Pravna ureditev REIT-ov v Sloveniji

Slovenija je uvedla nepremičninske različice investicijskih skladov v svojo zakonodajo leta 2015, na začetku naslednjega leta pa so bili sprejeti še ustrezni podzakonski akti. Alternativne investicijske sklade ter njihovo upravljanje urejata Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 31/15, št. 81/15 in št. 77/16, v nadaljevanju ZISDU-3) ter Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (Ur.l. RS, št. 32/15, v nadaljevanju ZUAIS).

4.4.1 Določbe Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

S prenovo ZISDU-3 se je v slovenski pravni red prenesla evropska Direktiva 2011/61/EU, s katero se na novo ureja alternativne investicijske sklade (v nadaljevanju AIS) ter upravljanje teh skladov. Z uvedbo te direktive se definicija skladov razširi tudi na sklade večjih tveganj, kot so hedge skladi, skladi tveganega kapitala, nepremičninski skladi ter skladi zagonskega in razvojnega kapitala, ki so zato namenjeni profesionalnim vlagateljem, a hkrati niso omejeni le na te. AIS so pri svojem poslovanju manj omejeni od vzajemnih skladov, ki lahko premoženje vlagateljev investirajo praviloma samo v delnice, druge sklade in obveznice, so pa v primerjavi z njimi praviloma bistveno manj likvidni, saj lahko traja tudi več kot leto dni, da vlagatelj pride do investiranih sredstev (to je posledica tega, da so tudi same naložbe AIS lahko precej manj likvidne). Potrebno je poudariti, da ta zakon ureja le AIS, ki javno zbirajo premoženje, ter upravljavce AIS in ostale investicijske sklade, ki so namenjeni profesionalnim vlagateljem.

Po ZISDU-3 je investicijski sklad kolektivni naložbeni podjem, katerega edini namen je, da zbira premoženje vlagateljev in ga v izključno korist imetnikov enot tega investicijskega sklada ter v skladu z naprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb sklada (1. odstavek 5. člena). Investicijski skladi se v skladu s 3. odstavkom 5. člena delijo na kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje in AIS, ki je vsak investicijski sklad, ki ni kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje, ne glede na to ali premoženje zbira javno ali nejavno (2. odstavek 6. člena). AIS se nadalje delijo na alternativne zasebne investicijske sklade in na AIS, ki javno zbirajo premoženje (v nadaljevanju AJIS).

AJIS se v skladu z 2. odstavkom 8. člena delijo na alternativni vzajemni sklad, alternativni krovni sklad in na investicijske družbe s spremenljivim kapitalom, za katere 11. člen določa, da so organizirane kot delniška družba s sedežem v Republiki Sloveniji in osnovnim kapitalom, ki je razdeljen na prosto prenosljive delnice istega razreda, in katere poslovanje je usklajeno tudi z drugimi določbami ZISDU-3. Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe je 1 milijon EUR (404. člen).

Družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU) je lahko organizirana kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo (1. odstavek 30. člena), pri čemer mora osnovni kapital DZU, ki opravlja

izključno storitve upravljanja investicijskega sklada, znašati najmanj 125.000 EUR (1. odstavek 33. člena). 102. člen nalaga ATVP, da vzpostavi in redno dopolnjuje register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanja investicijskega sklada, ki mora biti javno dostopen. Dovoljenje DZU preneha, če ne začne poslovati v enem letu od izdaje dovoljenja, ali če preneha z opravljanjem storitev za več kot šest mesecev, z izdajo sklepa pristojnega sodišča o začetku stečajnega postopka oziroma postopka prisilne likvidacije (1. odstavek 107. člena).

V skladu s 133. členom se neprofesionalnim vlagateljem lahko trži le enote investicijskega sklada, in/ali zaprtih in/ali odprtih AIS držav članic. 164. člen pa določa, da mora biti premoženje investicijskega sklada zaupano v hrambo skrbniku, ki je v skladu s 166. členom lahko banka s sedežem v Republiki Sloveniji, podružnica banke države članice, ustanovljena v Republiki Sloveniji, ali podružnica banke tretje države, ustanovljena v Republiki Sloveniji, vse pa morajo pridobiti dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev.

188. člen v 1. odstavku določa, da je zadolževanje investicijskega sklada dopustno le, če njegova pravila upravljanja oziroma statut to dopuščata, če obveznosti kreditov ne presežejo 10 % sredstev investicijskega sklada, če je namen zadolžitve le zagotavljanje kratkoročne likvidnosti, če ročnost kreditov ne preseže šest mesecev in če so pogoji zadolževanja v skladu z običajnimi tržnimi pogoji. Za račun investicijskega sklada tudi ni dovoljeno izdati poročev (1. odstavek 189. člena), niti njegovega premoženja ni dovoljeno zastaviti ali ga kako drugače obremeniti (1. odstavek 191. člena). Na premoženje investicijskega sklada tudi ni dovoljena izvršba (192. člen).

V skladu s 193. členom je investicijski sklad lahko oblikovan za določen ali nedoločen čas. DZU mora za vsak odprti investicijski sklad, ki ga upravlja, izdati prospekt, revidirano letno in polletno poročilo ter dokument s ključnimi podatki za vlagatelje (1. odstavek 194. člena).

359. člen določa, da lahko AJIS upravlja DZU, upravljavec AIS, ki ima dovoljenje za opravljanje storitev AIS v skladu z zakonom, ki ureja upravljavce AIS, ali upravljavec AIS države članice, ki ima dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS.

361. člen določa vrste dopustnih naložb AJIS, ki so poleg teh, v katere vlagajo vzajemni skladi, med drugim tudi enote AIS in/ali nepremičnine in/ali namenske družbe, ki so ustanovljene za nakup, imetništvo ali upravljanje nepremičnin. 5. odstavek istega člena določa minimalno prvo vplačilo vlagatelja v odprti AJIS, ki znaša 25.000 EUR, razen za AJIS, katerega naložbena pravila določajo najmanj 80% izpostavljenost do naložb v enote AIS. AJIS, ki nalaga v nepremičnine oziroma namenske družbe, lahko posluje samo v obliki investicijske družbe, pri čemer poleg drugih pogojev, ki veljajo za investicijsko družbo, izpolnjuje tudi naslednje pogoje (1. odstavek 367. člena):

- najmanj 75 % njegovih sredstev je naloženih v nepremičnine in namenske družbe oziroma enote drugih investicijskih skladov, katerih večina sredstev je izpostavljena za nepremičnine, preostanek sredstev pa je naložen v bančne depozite, instrumente denarnega trga in obveznice;

- naložba v posamezno nepremičnino oziroma namensko družbo ne presega ene tretjine njegovih sredstev;
- največ 25 % sredstev je naloženih v nepremičnine, obremenjene s hipoteko, pri čemer neodplačna hipoteka na posamezni nepremičnini ne predstavlja več kot 50 % vrednosti ene nepremičnine;
- najmanj 75 % njegovih prihodkov izvira iz naslova naložb v nepremičnine, namenske družbe oziroma enote drugih investicijskih skladov, katerih večina sredstev je izpostavljena do nepremičnin;
- najmanj 90 % čistega dobička poslovnega leta je vsako leto razdeljenega v obliki dividend;
- DZU likvidira AJIS, če višina njegovih sredstev v dveh letih od ustanovitve ne bo dosegla 5 milijonov EUR oziroma če za več kot osem mesecev pade pod 5 milijonov EUR.

4. odstavek istega člena določa, da se lahko tak AJIS zadolži za največ 25 % svojih sredstev za namene nakupa nepremičnin in zagotavljanja kratkoročne likvidnosti, ročnost teh kreditov pa je lahko daljša od šest mesecev. 368. člen določa, da namensko družbo lahko ustanovi samo investicijska družba, ki je tudi imetnica njenega 100% deleža. Namenska družba lahko kupi in upravlja samo eno nepremičnino.

404. člen določa najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe, ki je 1 milijon EUR. 417. člen pa pravi, da investicijska družba nima uprave, obveznosti in pooblastila, ki jih ima po Zakonu o gospodarskih družbah uprava delniške družbe ima DZU, ki upravlja investicijsko družbo.

4.4.2 Določbe Zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov

S sprejemom ZUAIS se je v slovensko zakonodajo prenesla Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta o upraviteljih AIS. ZUAIS ureja delovanje in vlogo upravljavcev AIS ter hkrati nadzor nad njimi, ki ga izvaja ATVP. Določbe tega zakona se ne uporabljajo za upravljavca AIS, dokler ta upravlja samo enega ali več AIS, katerih vlagatelj je upravljavec AIS sam, njegova nadrejena ali podrejena družba ali druge podrejene družbe teh nadrejenih družb, pri čemer nobena od teh družb ni sama AIS (2. odstavek 4. člena).

Upravljavec AIS je v skladu z 2. odstavkom 37. člena lahko pravna oseba, pooblaščenca s strani AIS (zunanji upravljalca) ali AIS sam. 3. odstavek istega člena določa, da AIS lahko upravlja upravljavec AIS, ki pridobi dovoljenje ATVP za opravljanje storitev AIS, AIS, ki nima dovoljenja ATVP za opravljanje storitev AIS ali AIS, ki je pridobil status upravljavca specialnega investicijskega sklada. AIS lahko upravlja tudi upravljavec države članice ali upravljavec AIS tretje države, ki pridobi dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS v Republiki Sloveniji ali drugi referenčni državi, ali tudi DZU.

V skladu z 2. odstavkom 38. člena mora upravljavec AIS pridobiti dovoljenje ATVP za opravljanje storitev AIS, če neposredno ali posredno prek družbe, s katero je povezan, s skupnim vodenjem ali obvladovanjem ali znatnim deležem glasovalnih pravic oziroma znatnim deležem v kapitalu, upravlja enega ali več AIS, katerih celotna vrednost upravljanih sredstev, vključno s sredstvi,

pridobljenimi z uporabo finančnega vzvoda, presega 100 milijonov EUR ali celotna vrednost upravljanih sredstev presega 500 milijonov EUR pod pogojem, da noben AIS ne uporablja finančnega vzvoda, imetniki enot AIS pa vsaj pet let po vstopu v posamezen AIS nimajo pravice zahtevati odkupa enot.

1. odstavek 62. člena določa, da je najnižji znesek osnovnega kapitala upravljalca AIS, ki opravlja samo storitve upravljanja AIS, 125.000 EUR. Če se AIS upravlja sam, znaša najnižji znesek osnovnega kapitala 300.000 EUR. V skladu s 1. odstavkom 76. člena mora upravljaec AIS najmanj enkrat letno izračunati čisto vrednost sredstev in vrednost enote AIS, ki ga upravlja. 111. člen pa zahteva, da mora upravljaec AIS premoženje AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države, ki ga upravlja, dati v hrambo skrbniku, ki je lahko le eden.

Specialni investicijski sklad (v nadaljevanju: SIS) je AIS, katerega edini namen je, da zbrano premoženje vlagateljev v izključno korist imetnikov enot tega sklada in v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb, z namenom razpršitve tveganja (175. člen 1. odstavek). Po 176. členu je SIS lahko ustanovljen kot komanditna družba, dvojna družba, družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba, komanditna delniška družba ali evropska delniška družba na podlagi zakona, ki ureja gospodarske družbe, ali kot ločeno premoženje, ki pa nima pravne subjektivitete in se zato takšen SIS ne more upravljati sam. SIS lahko v skladu z 178. členom upravlja upravljaec AIS z dovoljenjem ATVP za opravljanje storitev AIS, upravljaec AIS države članice, upravljaec AIS tretje države, upravljaec SIS ali DZU.

182. člen predpisuje vsebino akta o ustanovitvi SIS, ki mora glede na obliko ustanovitve vsebovati statut za SIS (v primeru delniške družbe, komanditne delniške družbe ali evropske delniške družbe) ali družbeno pogodbo za SIS (v primeru komanditne družbe, dvojne družbe, družbe z omejeno odgovornostjo), ali pravila za upravljanje SIS (če je ustanovljen kot ločeno premoženje). Akt o ustanovitvi mora poleg vsebin, ki jih za posamezno pravno obliko SIS zahteva ustrezen zakon, vsebovati med drugim tudi naložbena pravila, opredelitev uporabe/razdelitve prihodkov oziroma čistega dobička SIS in davčne posledice take razdelitve za imetnike enot SIS in za SIS.

SIS, ki mora nalagati po načelu razpršitve tveganj, do posamezne osebe oziroma skupine ne sme biti izpostavljen z več kot 30 % čiste vrednosti sredstev (1. in 2. odstavek 187. člena). Enota SIS se lahko vplača v denarju oziroma, kadar akt o ustanovitvi SIS tako določa, tudi s premoženjem, (189. člen). Enota SIS se lahko izplača samo v denarju (190. člen).

Čista vrednost sredstev SIS, ki je ustanovljen kot ločeno premoženje, mora v dvanajstih mesecih po priznanju statusa SIS doseči 1 milijon EUR (192. člen). Osnovni kapital SIS, ki je ustanovljen kot gospodarska družba, je najmanj 1 milijon EUR (193. člen).

Enote AIS, AIS države članice in AIS tretje države je v skladu z 199. členom dovoljeno tržiti samo profesionalnim vlagateljem, ob izpolnitvi pogojev iz ZISDU-3 pa tudi neprofesionalnim vlagateljem.

4.4.3 Določbe Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov

Na podlagi ZISDU-3 je ATVP izdala Sklep o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov, ki med drugim določa podrobnejše tipe AJIS. Investicijski sklad je lahko glede na splošne značilnosti naložb osnoven, kompleksen ali nepremičninski sklad (1. odstavek 14. člena). Nepremičninski sklad je investicijski sklad, ki izpolnjuje pogoje iz 367. člena ZISDU-3 (3. odstavek 14. člena). 19. člen določa pogoje geografske izpostavljenosti skladov, in pravi, da mora imeti investicijski sklad, če se opredeli po tem kriteriju, najmanj 80 % sredstev vrednostnih papirjev izdajateljev z domicilom v posamezni državi, podregiji ali regiji, vsa sredstva, ki so naložena v nepremičnine pa morajo biti naložena v nepremičnine, vpisane v zemljiško knjigo ali drug javni register v posamezni državi, regiji ali podregiji oziroma v investicijski sklad, katerega večina sredstev je izpostavljena do takih nepremičnin. 20. člen določa pogoje valutne izpostavljenosti, in sicer ima investicijski sklad lahko najmanj 70 % sredstev izpostavljenih do določene valute. 33. člen nepremičninske sklade deli glede na vrsto naložb v nepremičnine v splošni nepremičninski sklad, sklad stanovanjskih nepremičnin, sklad poslovnih nepremičnin in sklad industrijskih nepremičnin.

V klasifikaciji gospodarskih sektorjev (Priloga 2 Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov) se v okviru nepremičninskega področja uvrščajo REIT-i (podjetja, katerih cilj je nakup, prodaja in upravljanje nepremičnin, so regulirana z nacionalno zakonodajo in imajo poseben davčni status) in upravljanje nepremičnin in razvoj (raznolike aktivnosti, povezane z nepremičninskim področjem).

4.4.4 Določbe Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb

Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur.l. RS, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15, 82/15, 68/16 in 69/17, v nadaljevanju ZDDPO-2) ureja sistem obveznosti davka od dohodka pravnih oseb (v nadaljevanju DDPO) za pravne osebe domačega in tujega prava ter družbe oziroma združenja oseb, vključno z družbo civilnega prava po tujem pravu, ki je brez pravne osebnosti in ni zavezanec po zakonu, ki ureja dohodnino.

Vir dohodkov so v skladu z 4. odstavkom 8.člena lahko tudi dohodki od nepremičnin in pravic na nepremičninah, ki majo vir v Sloveniji, v skladu z 6. odstavkom istega člena pa tudi dividende, vključno z dohodki, podobni dividendam in dohodki od deležev, ki izvirajo iz finančnih instrumentov oziroma finančnih naložb vseh vrst, kot so vrednostni papirji in lastniški deleži, ki imajo vir v Sloveniji, če jih izdajo gospodarske družbe, zadruge in druge oblike organiziranja, ki so ustanovljene v skladu s predpisi v Sloveniji. Osnova za davek rezidenta in nerezidenta za dejavnost oziroma posle v poslovni enoti ali preko poslovne enote v Sloveniji je dobiček, ki se ugotovi v skladu z določbami ZDDPO (1. odstavek 12. člena).

Obdavčitev družb ureja 60. člen, ki določa, da se davek plačuje po stopnji 19 % od davčne osnove. 1. odstavek 61. člena predvideva posebno, ničelno stopnjo za investicijski sklad, ki je ustanovljen po ZISDU-3, če do 30. novembra davčnega obdobja razdeli najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja.

Obdavčitev delničarjev ureja 1. odstavek 70. člena, ki narekuje, da se davek izračuna, odtegne in plača po stopnji 15 % od dohodkov rezidentov in nerezidentov (razen dividend in dohodkov podobnih dividendam, izplačanih preko poslovne enote nerezidenta ki se nahaja v Sloveniji), ki imajo vir v Sloveniji, med drugim tudi od plačil dividend, plačil obresti in plačil za zakup nepremičnin.

4.5 Upravljalci AIS

ATVP v skladu z 39. členom ZUAIS vodi register upravljavcev AIS, v katerega so vpisani upravljalci AIS z dovoljenjem ATVP za opravljanje storitev upravljanja AIS in registrirani upravljalci AIS ter AIS, ki jih upravljajo.

Na dan 5. 1. 2017 sta bila registrirana dva AIS, ki imata kot naložbeno strategijo izbrane nepremičninske sklade, in sicer Numerica Partnerji DZU d.o.o., ki je upravljavec AIS z dovoljenjem ATVP, in je njegovo poslovanje usklajeno s tretjim poglavjem ZUAIS ter Elements Skladi, d.d., ki je priglašen, vendar ATVP njegovega poslovanja ne nadzoruje. Oba sta ustanovljena v Sloveniji in tudi tržita v Sloveniji (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2017). Register Upravljalcev AIS na dan 5. 1. 2017 se nahaja v Prilogi 2.

Na dan 5. 1. 2018 se je število registriranih AIS povečalo za enega. Novo registrirani so KD Skladi, ki so, kot Numerica Partnerji DZU d.o.o., upravljavec AIS z dovoljenjem ATVP in je njihovo poslovanje usklajeno s tretjim poglavjem ZUAIS (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2018). Register upravljalcev AIS na dan 5. 1. 2018 se nahaja v Prilogi 3.

V nadaljevanju sledijo opisi posameznih AIS:

- Numerica Partnerji DZU d.o.o. trži vzajemni sklad, ki vlaga na področju nepremičnin v Veliki Britaniji in kontinentalni Evropi. Sredstva vlagateljev so investirana v podjetja, ki imajo v lasti poslovne nepremičnine, kot so pisarne ali trgovski centri (Numerica partnerji DZU d.o.o., b.l.). Pred časom so ustanovili nepremičninski sklad, sestavljen iz Mercatorjevih nepremičnin, ki je bil namenjen predvsem monetizaciji teh nepremičnin, ki pa ni uspela (Kos, 2017). V letu 2017 so v skupnem partnerstvu s KF Finance poskušali z ustanovitvijo nepremičninskega sklada, vrednega okrog 100 milijonov EUR. Portfelj bi sestavljale pisarniške in trgovske nepremičnine s fokusom na Ljubljani, ki so na dobrih lokacijah, premium kvalitete, in prinašajo prihodek. Ob 50 % zadolženosti bi zagotavljali vsaj 5 % dividendni donos ob 8–10 % notranji stopnji donosa (angl. *Internal Rate of Return*). Tako so obljubljali donos, primerljiv z zahodno evropskimi kolegi, privlačne redne dohodke, potencialno tudi iz rasti cen nepremičnin. Projekt

ni uspel, glavni razlog vidijo v majhnosti Slovenije in omejenem krogu investitorjev, ki kaže na nezmožnost zbrati 50 milijonov EUR kapitala, ki je nekje meja, da je sklad rentabilen.

- Elements Skladi, d.d. so v letu 2016 ustanovili več specializiranih AIS, ki zasebnim vlagateljem omogočajo vstop na trg alternativnih naložb na področju Srednje in Jugovzhodne Evrope. Ukvarjajo se tudi z upravljanjem terjatev skozi celostno prestrukturiranje izvozno usmerjenih srednje velikih podjetij predvsem v Sloveniji in ostalih državah Zahodnega Balkana (Elements skladi, d.d., b.l.).
- KD Skladi, d.o.o. zagotavljajo storitve upravljanja premoženja institucionalnim vlagateljem ter za svoje stranke ustanavljajo in upravljajo vzajemne sklade. Vlagajo v delnice podjetij v regiji Srednje in Jugovzhodne Evrope. Specialni investicijski sklad KD Adriatic Value Fund je AIS, ki je bil ustanovljen v skladu z ZUAIS in katerega cilj je doseganje dohodkov in kapitalske rasti z dolgoročnimi naložbami v poslovne nepremičnine z ustrezno notranjo vrednostjo, s potencialom rasti in stabilnimi prihodki. Sklad nalaga v portfelj pisarniških, trgovskih in industrijskih nepremičnin, skladišč, logističnih centrov ter hotelov, ki imajo najemnike, na območju Slovenije, Hrvaške in Srbije (KD Skladi, d.o.o., b.l.). S pomočjo svetovalca Peakside Capital ustanavljajo nov nepremičninski sklad za dobo sedmih let, vreden naj bi bil več deset milijonov EUR. Trenutno so v fazi zbiranja zavez za vplačilo, poleg institucionalnih vlagateljev pa naj bi bil odprt tudi za dobro poučene posamezne investitorje, katerih naložbeni znesek bo moral doseči najmanj 150.000 EUR (Kos, 2017).

Nobena od navedenih družb v zadnjih dvanajstih mesecih ni izvedla nobenih zasebnih transakcij (Bloomberg L.P., 2018a, 2018b, 2018c). Na podlagi opisov dejavnosti na spletnih straneh posameznih družb, javnih evidencah (Bloomberg, EPRA) in opravljenih intervjujev s predstavniki teh družb tudi ugotavljam, da nobena od navedenih družb ne posluje kot REIT.

4.6 Raziskava primernosti REIT koncepta v Sloveniji

Gorjup (2016) meni, da so za fizične osebe vlaganja v REIT-e nezanimiva zaradi visokih zahtevanih začetnih vložkov in, da so največji potencialni vlagatelji tako institucionalni investitorji (zavarovalnice in banke), ki imajo v svojem portfelju veliko nepremičnin, ki pa so večinoma neuporabne in nerealno ocenjene (precenjene), zato jih ti nočejo ali ne morejo prodati po vsaj knjigovodski vrednosti. Poleg tega v tem trenutku zaradi zakonodaje Evropske unije glede kapitalske ustreznosti tudi niso zainteresirani za taka vlaganja, saj jim ne vplivajo ugodno na ustreznosti kapitala. Edini vlagatelji, ki bi lahko videli priložnost, da del svojega portfelja prenesejo v REIT-e, so pokojninski skladi, ki pa imajo zaradi konservativne politike, katero morajo vzdrževati pri ocenjevanju tveganj, prav tako bolj zadržan odnos do takih naložb.

Zorman in Mercina (2016) menita, da bi bilo potrebno zagotoviti enoten regulatorni, nadzorni in davčni okvir za vse upravljalce AIS v Evropski uniji, ne pa, da se urejanje prepušča državam članicam. Trdita, da razmah REIT-ov v Sloveniji zavira davčna ureditev, ki še ni bila ustrezno prilagojena in ne predvideva posebnih in povsem jasnih določb pri obdavčitvi AIS in njihovih investitorjev. Za obdavčitev se zato uporabljajo splošna davčna pravila, pri uporabi teh v praksi pa se poraja vrsta vprašanj, tako zaradi novih pojmov, ki jih uvaja ZUAIS in jih davčna zakonodaja

še ne predvideva, kot tudi zaradi posebne narave AIS predvsem, kadar gre za ločeno premoženje brez pravne osebnosti. Davčna obravnava AIS naj bi bila namreč odvisna od tega, kako je ustanovljen AIS. Če je AIS ustanovljen kot družba na podlagi določb Zakona o gospodarskih družbah, se šteje za pravno osebo domačega prava in je v skladu s 1. odstavkom 3. člena ZDDPO zavezan za DDPO. V 1. odstavku 61. člena ZDDPO je določena oprostitev DDPO oziroma uporaba ničelne davčne stopnje za investicijske sklade, ki so ustanovljeni po ZISDU-3, če do 30. novembra tekočega davčnega obdobja razdelijo najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja. Nadalje Zorman in Mercina menita, da določitev ni jasna, in da si lahko razlagamo, da so do uporabe ničelne davčne stopnje upravičeni zgolj investicijski skladi, ustanovljeni po določbah ZISDU-3. AIS pa načeloma ni ustanovljen po določbah ZISDU-3, ampak kot ločeno premoženje po ZUAIS. Kot tak nima pravne subjektivitete in je njegovo premoženje ločeno od premoženja DZU, ki upravlja AIS. Ker AIS ni pravna oseba domačega prava, tudi ni zavezan za DDPO v Sloveniji, zaradi česar naj ne bi bil upravičen do davčnih ugodnosti. Ekonomsko gledano pa med obema vrstama skladov ni bistvenih razlik, zaradi katerih bi bila do uporabe ničelne davčne stopnje upravičena le ena vrsta investicijskega sklada, zato bi bilo potrebno uskladiti 1. odstavek 61. člena ZDDPO na način, da so do uporabe ničelne davčne stopnje upravičeni vsi regulirani investicijski skladi, torej tudi AIS v smislu ZUAIS.

Zorman in Mercina tudi ugotavljata, da se različno obravnava davčni odtegljaj od dohodkov, ki jih dosega AIS. Če je AIS ustanovljen kot ločeno premoženje in se šteje za v celoti davčno transparenten subjekt ter se ves dohodek pripiše neposredno investitorjem v AIS, bi slovenski davčni rezident vseeno moral obračunati davčni odtegljaj od dividend, razen če bi investitor v AIS pred izplačilom uveljavljal oprostitev od davčnega odtegljaja. Davčna obravnava je manj ugodna, kadar je dohodek izplačan AIS, ustanovljenemu po tujem pravu, kar lahko smatramo za kršitev prostega pretoka kapitala, ki je ena temeljnih svoboščin Evropske unije. Različna naj bi bila tudi obravnava davčnega odtegljaja od izplačil AIS investitorjem, pri čemer ni sporno, da obveznost davčnega odtegljaja nastane, kadar je AIS ustanovljen kot pravna oseba. Ni pa jasno, ali se med druge oblike organiziranja uvrščajo tudi AIS, ki niso pravne osebe, kakor menita tudi avtorja, ki trdita, da se AIS, ki niso pravne osebe, ne morejo šteti za drugo obliko organiziranja, saj gre zgolj za ločeno premoženje v upravljanju. Obveznost davčnega odtegljaja od izplačil AIS tudi ne bi bila skladna s tem, da se AIS kot ločeno premoženje v celoti šteje za davčno transparenten subjekt. Če bi ob izplačilu dohodkov iz AIS, ki ni pravna oseba, nastala obveznost davčnega odtegljaja, bi šlo dejansko za dvakratno obdavčitev istega dohodka, prvič ob izplačilu dohodka iz projektnih družb AIS in drugič ob izplačilu istega dohodka iz AIS investitorjem.

O problematiki REIT-ov in možnih ovirah za njihov razmah v Sloveniji sem se pogovarjala tudi z nekaterimi poznavalci naše nepremičninske in finančno-investicijske stroke. Izhodiščna vprašanja se nahajajo v Prilogi 5. Ugotavljam, da intervjuvanci zelo podobno gledajo na obravnavano tematiko in menijo naslednje:

- Priložnosti za nakupe s strani potencialnih domačih investitorjev še niso zamujene. Cene nepremičnin so relativno uravnovešene med segmenti in glede na tuje trge. Tuji investitorji, ki so že investirali v nakupe nepremičnin pri nas, pa nam dajejo osnove za nadaljevanje. Opazili

smo lahko, da so se določeni tuji investitorji, ki so investirali na naš trg, tudi zelo hitro umaknili. Razlog je verjetno v njihovi strategiji in možnosti ali želji po hitrem zaslužku, kar jim je bilo na našem nepremičninskem trgu, ki je zadnja leta začel okrevati, tudi omogočeno. Zanje zaradi svoje velikosti oziroma majhnosti dolgoročno sicer nismo zanimivi, saj lahko na globalnih trgih dosegajo ekonomije obsega, katere pri nas ne morejo. Poleg tega je naš nepremičninski trg lahko hitro nelikviden in možnost umika včasih ni možna takoj.

- Zakonodaja, ki omogoča ustanavljanje REIT-ov, je primerna. Slovenski upravljalci imajo zadosti znanja na področju nepremičninskega investiranja in upravljanja, ne pa toliko izkušenj kot tuji investitorji ali upravljalci, ki delujejo na bolj razvitih nepremičninskih in kapitalskih trgih. REIT industrija se je pri nas šele začela razvijati, za razliko od trgov, kjer obstaja in se razvija že več let.
- Priložnosti za oblikovanje uspešnega REIT portfelja so na vseh segmentih nepremičnin. Trenutno se je večina poslov realizirala na trgovskem delu, na poslovnem malo, ker projektov ni bilo, logistika se šele sedaj razvija, izkoriščene tudi še niso možnosti na področju turizma.
- Na našem trgu so problem vlagatelji, saj je malih premalo, od velikih pa so trije možni institucionalni investitorji, za katere pa je vprašanje, ali sploh lahko zaradi svojih notranjih politik oziroma zakonskih omejitev podprejo ustanovitev sklada. Sicer vlagatelj, ki investira na dolgi rok in ima zaupanje v upravljalca, običajno pričakuje 4–6 % donosa neto po davkih.
- Problem našega trga nepremičnin je, da zaradi svoje majhnosti ne omogoča doseganja ekonomije obsega. Da se sklad pokriva (lastni stroški, upravljanje, fiksni administrativni stroški, provizije, donos za investitorje), mora biti velik 40–50 milijonov EUR. Njegova »življenjska doba« je sedem let. Problem je tako kritična velikost Slovenije, ki otežuje sestavo uspešnega portfelja nepremičnin (na primer, zelo malo večjih pisarniških nepremičnin je v lasti le enega lastnika, primanjkuje tudi kvalitetnih nepremičnin, ki bi bile kot naložbeni produkt primerne za REIT-e) in pomanjkanje investitorjev, ki bi podprli tak sklad, da bi se ta izplačal. Trenutno REIT-ov ni, ker je to specialni sklad, zaradi majhnosti trga pa se ni ekonomično omejiti z naložbeno politiko. Trenutno je za to premalo spodbud.
- Prihodnost za REIT trg je tudi pri nas, če se bo povečala likvidnost trga in transparentnost, zmanjšalo tveganje z ustrezno razpršitvijo naložb (na primer regijsko). Poleg ustrezne zakonodaje je pomemben tudi produkt, katerega bi morali na našem majhnem trgu oblikovati in ponuditi potencialnim investitorjem (na primer, v Nemčiji je 55 % stanovanjskega fonda najemniškega). Ena izmed možnosti je tako stimuliranje dolgoročnega varčevanja za pokojnine in strukturirati trg tako, da je naložbeni produkt zanimiv za fizične osebe in institucionalne investitorje.

Glede na vso preučeno literaturo in opravljene razgovore ugotavljam, da je zakonodaja, ki omogoča ustanovitev, delovanje in ustrezno davčno obravnavo REIT-ov, ustrezna. V slovenski pravni red so bile prenešene evropske direktive, ki na ravni celotne Evropske unije urejajo poslovanje AIS:

- 361. člen ZISDU-3 določa vrste dopustnih naložb AJIS, ki so med drugim tudi enote AIS in/ali nepremičnine in namenske družbe, ki so ustanovljene za nakup, imetništvo ali upravljanje nepremičnin. AJIS, ki nalaga v nepremičnine oziroma namenske družbe, lahko posluje samo v

obliki investicijske družbe (SLO-REIT), pri čemer poleg drugih pogojev, ki veljajo za investicijsko družbo, izpolnjuje tudi posebne pogoje (1. odstavek 367. člena), ki so povsem enaki kot v Nemčiji in Veliki Britaniji (75 % test premoženja in 75 % test prihodkov, najmanj 90 % čistega dobička poslovnega leta mora biti vsako leto delničarjem razdeljenega v obliki dividend). 404. člen določa najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe, ki je 1 milijon EUR. 417. člen pa pravi, da investicijska družba nima uprave, obveznosti in pooblastila, ki jih ima po Zakonu o gospodarskih družbah uprava delniške družbe, ima DZU, ki upravlja investicijsko družbo.

- Na podlagi ZISDU-3 je ATVP izdala Sklep o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov, ki med drugim določa podrobnejše tipe AJIS. Investicijski sklad je lahko glede na splošne značilnosti naložb osnoven, kompleksen ali nepremičninski sklad. Nadalje pa pravi, da je nepremičninski sklad investicijski sklad, ki izpolnjuje pogoje iz 367. člena ZISDU-3 (14. člen).
- ZUAIS uvaja pojem SIS, ki je AIS, katerega edini namen je, da zbrano premoženje vlagateljev v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb z namenom razpršitve tveganja v izključno korist imetnikov enot tega sklada (175. člen 1. odstavek). Po 176. členu je SIS lahko ustanovljen kot komanditna družba, dvojna družba, družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba, komanditna delniška družba ali evropska delniška družba na podlagi zakona, ki ureja gospodarske družbe, ali kot ločeno premoženje, ki pa nima pravne subjektivitete in se zato takšen SIS ne more upravljati sam. SIS lahko v skladu z 178. členom upravlja upravljavec AIS z dovoljenjem ATVP za opravljanje storitev AIS, upravljavec AIS države članice, upravljavec AIS tretje države, upravljavec SIS ali DZU. 182. člen predpisuje vsebino akta o ustanovitvi SIS, ki mora glede na obliko ustanovitve vsebovati statut za SIS (delniška družba, komanditna delniška družba ali evropska delniška družba) ali družbeno pogodbo za SIS (komanditna družba, dvojna družba, družba z omejeno odgovornostjo), ali pravila za upravljanje SIS (ločeno premoženje). Akt o ustanovitvi mora poleg vsebin, ki jih za posamezno pravno obliko SIS zahteva ustrezen zakon, vsebovati med drugim tudi naložbena pravila, opredelitev uporabe/razdelitve prihodkov oziroma čistega dobička SIS in davčne posledice take razdelitve za imetnike enot SIS in za SIS (lahko se odloči, da posluje kot SLO-REIT).
- ZDDPO ustrezno predvideva posebno, ničelno stopnjo za investicijske sklade, ki so ustanovljeni po ZISDU-3, če do 30. novembra davčnega obdobja razdelijo najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja (61. člen 1. odstavek).

Posledično menim, da pravna ureditev v Republiki Sloveniji ne more biti razlog, da pri nas ni REIT-ov. Nadalje ocenjujem, da so razlogi, da nepremičninske družbe raje izberejo drugo obliko poslovanja, kot REIT obliko, naslednji:

- **Premalo je investorjev, ki bi s svojimi vlaganji lahko podprli REIT v velikosti, da bi se ta izplačal.** Malih investorjev je premalo, veliki/institucionalni pa zaradi svojih notranjih politik oziroma zakonskih omejitev in nenazadnje tudi njihove velikosti, zaradi katere bi tovrstne naložbe pomenile morebiti preveliko koncentracijo tveganja na takšnem projektu, za

sodelovanje v takšnih podvigih niso zainteresirani, in se raje odločajo za vlaganja v tuje nepremičninske sklade, REF ali REIT ETFs.

- **Institucionalnim investitorjem bolj ustreza oblika klasičnega (zaprtega) nepremičninskega sklada in obdavčitev na ravni družbe;**
- **Majhnost trga, ki ne omogoča doseganja ekonomije obsega, ter zmanjšanja tveganja z ustrezno razpršitvijo naložb.** Problem je velikost Slovenije, ki otežuje sestavo uspešnega portfelja nepremičnin. Portfelj mora biti uravnotežen, njegova dolgoročna donosnost pa mora upravičiti naložbo.
- **Premajhna globina trga, ki bi omogočala trgovanje in likvidnost trga.** Investicija v nepremičnine vključuje njeno upravljanje in načrtovanje denarnih tokov skozi celotno življenjsko dobo nepremičnine, med katero se njena donosnost spreminja, saj se spreminjajo tudi tržne razmere, zanimivost lokacij, preference uporabnikov, ... Zaradi majhnosti našega trga je vprašanje izhoda oziroma pogojev izhoda iz takšnega projekta.
- **Ni primernega produkta,** katerega bi morali na našem majhnem trgu oblikovati in ponuditi potencialnim investitorjem. Glavne težave so razdrobljenost (le malo za REIT-e primernih nepremičnin je v lasti enega lastnika) in pomanjkanje res kakovostnih novih projektov (na trgu je veliko starejših nepremičnin neustrezne kakovosti, ki znižujejo tudi cene kakovostnim nepremičninam).

Poleg tega, kot smo ugotovili v Podpoglavju 3.3, je uspešnost nepremičnin, ki kotirajo na borzi, primerljiva z neposrednimi naložbami v nepremičnine v daljšem časovnem obdobju, kar pomeni, da ni tržnih razlogov za obravnavo teh dveh kot ločenih naložbenih razredov z vidika relativnega tveganja. Tudi z vidika zagotavljanja davčne nevtralnosti gre v primeru AIS za posredno vlaganje kapitala prek sklada in predstavlja alternativo neposrednim investicijskim naložbam vlagatelja, zato bi morali biti vlagatelji z ekonomskega vidika v idealnem primeru obdavčeni enako. Če so posamezne vrste nepremičninskih naložb za vlagatelje primerljive po tveganju, donosu ter podobno vrednotijo druge prednosti in slabosti, bodo izbrali tisto naložbeno možnost, s katero že imajo izkušnje in jo poznajo.

4.6.1 Analiza prednosti, slabosti, priložnosti, nevarnosti

V povezavi z ugotovitvami, navedenimi v predhodnem podpoglavju, bom ocenila prednosti in slabosti ter poslovne priložnosti in nevarnosti za investitorje v morebitne REIT-e na našem trgu.

Predmetna analiza je v poslovnem svetu poznana kot SWOT analiza in je ena najpogostejših analiz v poslovanju za namene strateškega odločanja. SWOT je kratica za Strengths (prednosti), Weaknesses (slabosti), Opportunities (priložnosti), Threats (nevarnosti). Pri ugotavljanju prednosti in slabosti v podjetju (v našem primeru za investitorja v REIT) proučujemo notranje dejavnike, na katere podjetje lahko vpliva. Analiziramo značilnosti podjetja, vire in omejitve, s katerimi podjetje razpolaga (lahko nastanejo na področju finančnih virov, zmogljivosti, kadrov, trženja, informatike, organizacije, ...). Pri iskanju priložnosti in zaznavanju nevarnosti proučujemo značilnosti okolja podjetja, torej zunanje dejavnike, na katere podjetje nima vpliva, lahko le prilagodi notranje lastnosti podjetja. Podjetje mora pravočasno odkrivati nove trende in

spremembe na trgu, ki lahko zanj predstavljajo priložnosti in nevarnosti, le tako lahko uspešno posluje. Cilj je identificirati predvsem velike, za podjetje ugodne ali neugodne premike v okolju, v preteklosti prezrte tržne segmente oziroma ovire za želeni položaj podjetja (kot na primer počasna rast trga, novi konkurenti, tehnološke spremembe, spremembe zakonodaje, ...). Ustrezen in hiter odgovor omogoča podjetju izkoriščanje priložnosti in minimiziranje učinka nevarnosti (Analiza SWOT, b.l.).

Prednosti REIT-ov:

- Za REIT-e velja posebna, ničelna davčna stopnja, če do 30. novembra davčnega obdobja razdelijo najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja (1. odstavek 61. člena ZDDPO). Davek plačajo le delničarji, ki prejmejo dividende ali ustvarijo kapitalski dobiček pri prodaji delnic.
- Večinoma so tako najemne kot posojilne pogodbe REIT-ov z najemniki podpisane za daljše časovno obdobje, kar zagotavlja zanesljivost pri načrtovanju dobička REIT-a. Navedeno zmanjšuje tveganje naložbe v REIT.
- REIT izniči slabosti, ki jih prinaša lastništvo posamezne nepremičnine (na primer koncentrirano tveganje na eni nepremičnini, visoki transakcijski stroški, nelikvidnost, ...).
- Veliko prednosti za investitorje v REIT-e, kot na primer možnost vlaganja z nižjimi zneski, ugodno razmerje med tveganjem in donosom, večja razpršenost premoženja, dostop do kvalitetnejših nepremičnin, profesionalno upravljanje, večja cenovna transparentnost, večja likvidnost, manjši transakcijski stroški, regulirano poslovanje, ...
- REIT-i imajo pred konkurenco, ki deluje na globalnem nepremičninskem trgu, tudi prednost v nižjem strošku kapitala, saj jim davčna zakonodaja v državah, kjer poznajo REIT-e, omogoča ugodnejše nakupe in/ali prodaje nepremičnin (promet nepremičnin je lahko neobdavčen, veljajo lahko oprostitve plačila davka na kapitalski dobiček pri prodaji nepremičnin, ...).
- REIT ima več možnosti za dostop do kapitala v primerjavi z drugimi nepremičninskimi družbami, saj lahko izda navadne delnice (trajen vir financiranja, saj ni obveznosti za poplačilo), prednostne delnice (oblika zadolženosti, ki vpliva na spremembe denarnega toka, vendar ni pripoznana kot dolg na bilanci stanja in zato tudi ne pri posojilodajalcih) ali izda in javno proda nezavarovane obveznice in zadolžnice (omogoča REIT-om, da zmanjšajo preveliko odvisnost od bank in drugih privatnih posojilodajalcev, kar jim zagotavlja večjo fleksibilnost pri strategijah recikliranja premoženja, ki v tem primeru niso obremenjene s hipotekami) (Krewson-Kelly & Thomas, 2016, str. 40–41).

Slabosti REIT-ov:

- Investiranje REIT-ov v posamezne sektorje ali trge lahko zmanjša razpršenost premoženja.
- Sklepanje neprimernih najemnih pogodb in/ali težave z etažnim lastništvom oziroma vpisom lastništva v zemljiško knjigo.
- Na trgu vrednostnih papirjev se lahko zgodi, da se kot posledica neobičajnih dogodkov (predvsem aktualno v času finančne krize) neugodno spremeni tržna vrednost delnic REIT-ov, ki pomembno odstopa od dolgoročnega gibanja tržne vrednosti. Kljub dobremu poslovanju

REIT-a tako lahko lastniki REIT-a ob prodaji delnic ustvarijo nižji kapitalski dobiček ali celo izgubo.

- Nihanja tržne vrednosti nepremičnin na nepremičninskem trgu vplivajo na vrednotenje nepremičnin tudi v računovodskih izkazih REIT-ov. Neugodne spremembe lahko povzročijo zmanjšanje dividendnega donosa za lastnike REIT-a.
- Na nepremičninskem trgu delujejo zakoni oziroma pravila ponudbe in povpraševanja. Tudi za REIT-e veljajo cikli, ko naložba v REIT ni med donosnimi. Nepremičninski posel je dolgoročen posel in gledano na dolgi rok takšne občasne anomalije izzvenijo.
- Ni primernega produkta oziroma razvoja naložbenega segmenta nepremičnin, ki bi ustrezal naložbenim kriterijem investitorjev (ti iščejo večje, zemljiško-knjižno urejene komplekse nepremičnin, z enotnim lastništvom, ki ustvarjajo denarni tok).

Priložnosti za REIT-e:

- Odlična geostrateška lokacija Slovenije, ki bi lahko bila privlačna za investitorje. Poleg tega se tuji investitorji osredotočajo na mesta in ne na države, kjer ima Ljubljana veliko prednosti, saj je svetovno poznano mesto.
- Na našem trgu je veliko potenciala, saj trg ni razvit in se REIT-i šele uveljavljajo. Veliko potenciala je predvsem na trgu poslovnih/pisarniških nepremičnin, saj so se številna podjetja opekla z nakupom prostorov, ki so v času krize postali predvsem breme, zato se zdaj tudi v slovenskih podjetjih krepi najemanje prostorov, kot je to običajno v tujini. Za pisarniški trg je značilno pomanjkanje kvalitetnih in sodobnih poslovnih stavb, saj večino ponudbe predstavljajo starejše poslovne stavbe, ki so zasnovane prostorsko in energetsko potratno, njihovo upravljanje in vzdrževanje pa je drago, zaradi česar lahko pričakujemo povečanje povpraševanja ter zaradi pomanjkanja ponudbe tudi povišanje najemnin v modernih poslovnih stavbah. Druge priložnosti se kažejo tudi v hotelskih nepremičninah, trgovskih centrih, logističnih in infrastrukturnih objektih.
- Individualni in institucionalni investitorji širijo naložbe v REIT-e zaradi več prednosti, ki jih imajo nepremičnine kot naložbeni razred.
- Veliki lastniki nepremičnin (predvsem institucionalna podjetja) bi lahko le-te prodali in jih najeli ali ostali solastniki novoustanovljenih REIT-ov.
- Preoblikovanje nepremičninskih podjetij v REIT-e.
- Spodbudna zakonodaja, kot na primer v Luksemburgu, kjer so AIS obdavčeni zgolj s posebnim davkom v višini 0,01 % oziroma 0,05 % od neto premoženja na zadnji dan vsakega četrtertja, regulirani AIS so oproščeni DDPO, lokalnih davkov ali drugih davkov na premoženje, in tudi izplačilo dobička investitorjem načeloma ni predmet davčnega odtegljaja (Zorman & Mercina, 2016).
- Pričakuje se uvedba davka na nepremičnine. Nova obdavčitev nepremičnin bi lahko pozitivno vplivala na motivacijo lastnikov, da produktivno uporabijo prazne nepremičnine, kar bi pozitivno vplivalo na trg najemniških nepremičnin.
- Sprememba regulativnega režima Solventnost 2 glede pravila o kapitalskih zahtevah, tako da se vlaganja v vrednostne papirje nepremičnin, ki kotirajo na borzah, obravnava kot neposredno naložbo v nepremičnine. Režim solventnosti v sedanji obliki namreč odvrta zavarovalnice od

naložb nepremičnine, ki kotirajo na borzi. V primeru ustrezne ureditve bi več milijard evrov kapitala lahko iz zavarovalne industrije potekalo v REIT-e in tržna kapitalizacija REIT sektorja v Evropi bi se lahko precej povečala (Fixsen, 2017).

Nevarnosti za REIT-e:

- Neprivlačno poslovno okolje, ki dela druge države zanimivejše in konkurenčnejše.
- Množična psihologija (angl. *Crowd effect*), ko na množično obnašanje močno vpliva izguba odgovornosti posameznika oziroma vtis univerzalnega vedenja, ki se povečata z velikostjo množice, v primeru REIT-ov, ko gredo vsi na preverjene trge, tako z vidika vrste naložb kot tudi mednarodnih trgov.
- Majhnost trga in kritična masa za rentabilnost REIT-a, ki onemogoča ustanovitev in uspešno poslovanje REIT-a.
- Negativna sprememba zakonodaje v smislu ukinitve posebnega davčnega režima (ničelne davčne stopnje DDPO).
- Pomanjkanje investitorjev oziroma nesposobnost ustvariti privlačno okolje za kapital.
- Mednarodni trgi nudijo poleg znižanja tveganja portfelja tudi naložbene priložnosti, ki jih manjši trgi, kot je slovenski, nimajo. Zaradi edinstvenosti in nelikvidnosti nepremičnin je praktično nemogoče sestaviti portfelj, ki bi dovolj dobro odražal lastnosti celotnega trga. Razdrobljeni mednarodni trgi ostajajo skozi daljše obdobje neuskkljeni, zato ponujajo naložbene priložnosti in pozitivne učinke razpršitve. Za investitorje manjših trgov je mednarodna razpršitev naložb pomembna, saj lahko omogoča učinkovito znižanje specifičnih tveganj oziroma dostop do nepremičninskih sektorjev in stilov upravljanja, ki na domačem trgu niso prisotni (Levičar, 2016).
- Na področju upravljanja naložb zavarovalnic direktiva Solventnost 2 vpeljuje dinamični pogled na naložbe, v skladu s katerim je od tveganosti le-teh odvisno, koliko kapitala mora imeti posamezna zavarovalnica. Zavarovalnice so predvsem zaradi strukture svojih obveznosti dolgoročni finančni investitor, njihova naložbena politika pa je odvisna od sprejemljive ravni tveganja in od zahtevane ciljne donosnosti. Evropske zavarovalnice so po podatkih Evropskega združenja zavarovalnic in pozavarovalnic konec leta 2014 upravljale s skoraj 10 milijardami EUR naložb, sredstva pa so investirana v tiste naložbene razrede, ki lahko to absorbirajo. V Evropi in svetu po višini prevladujejo državne obveznice, sledijo jim obveznice bank in nato obveznice podjetniškega sektorja. Alternativne naložbe so v povprečju bolj nelikviden in heterogen naložbeni razred kot lastniški in dolžniški vrednostni papirji, zaradi visokih vložkov pa je alternativne naložbe tudi težko povsem razpršiti, kar še zlasti velja za manjše zavarovalnice, ki si ustrezne razpršitve ne morejo privoščiti, kot to velja za tradicionalne naložbene razrede, kot so delnice in obveznice (Kirn & Koselj, 2016).
- Druge oblike nepremičninskih vlaganj (na primer, REF, klasični odprti ali zaprti nepremičninski skladi) so še naprej bolj atraktivna oblika vlaganja za velike ali male vlagatelje.

4.7 Prihodnost REIT koncepta v Sloveniji

Po dolgih letih sprejemanja zakonodaje, ki bo dovoljevala ustanavljanje AIS, kamor so vključeni tudi REIT-i, je bilo pričakovati, da bodo vlaganja zanimiva tako za fizične osebe kot tudi za profesionalne vlagatelje. V skoraj treh letih od sprejetja zakonske podlage za ustanavljanje REIT-ov pa se je pokazalo, da so ti sorazmerno nezanimivi za upravljavce in/ali investitorje, saj nobeno podjetje pri nas ne posluje kot REIT.

Osnovni namen AIS je združevanje sredstev investitorjev, ki na ta način posredno vlagajo svoj kapital v naložbe, v katere sicer zaradi različnih dejavnikov ne bi mogli vlagati (na primer, omejitve glede razpršenosti naložb, veliki osnovni vložki, ...). Glede na številne prednosti vlaganj v REIT-e tako ni razloga, da ti za investitorje ne bi bili zanimivi.

Raziskava je pokazala, da je zakonodaja sicer primerna, saj so se v našo zakonodajo prenesle evropske direktive, ki določajo poslovanje AIS, in je tako primerljiva s tujo. Naša podjetja imajo možnost koristiti ugodnejšo davčno obravnavo (ničelna stopnja DDPO), če do 30. novembra davčnega obdobja razdelijo najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja. Potrebne pa bodo dodatne spodbude in predvsem oblikovanje ustreznega naložbenega produkta, ki bo zanimiv za vlagatelje. Odločitve o sestavi portfelja morajo biti sprejete z dolgoročno perspektivo. Pomembno je, da bodo upravitelji pošteno vrednotili svoje premoženje in bodo znali pravilno oceniti tveganja, ki lahko nastanejo pri nakupu neke nepremičnine in sestavi portfelja. Pomembno je tudi samo upravljanje REIT-a, ki je precej bolj kompleksno kot upravljanje in vzdrževanje posamezne nepremičnine. Vsaka nepremičnina v portfelju REIT-a je namreč podjetje zase, pri vsaki je potrebna stalna optimizacija med donosom, vzdrževanjem vrednosti nepremičnine, finančnim vzvodom, ... Šele ob uresnitvi teh pogojev in ob predpostavki, da bodo REIT-i profesionalno in pošteno upravljani, bo mogoč razvoj te industrije tudi pri nas.

Dejstvo je, da nas omejujeta majhnost trga, ki ne omogoča doseganja ekonomije obsega, ter majhna globina trga, ki bi omogočala trgovanje in likvidnost, ter tako tudi možnost izhoda iz trga, katerega tuji investitorji zahtevajo. Malih vlagateljev je premalo, omejeno je število velikih (predvsem institucionalnih, kot so zavarovalnice, investicijski ter pokojninski skladi), zato bo vlagatelje potrebno iskati tudi na globalnih trgih.

Od nastanka REIT-ov v Sloveniji bi sicer lahko pričakovali pozitivne učinke, tako na nepremičninski trg (višja donosnost naložbenih nepremičnin, povečan priliv kapitala, večja dostopnost nepremičnin, ...) kot tudi na finančni trg (povečanje alternativnih naložbenih možnosti, poglobljanje finančnega trga, učinkovitejša alokacija finančnih sredstev, ...).

Slovenijo lahko na področju REIT trgov trenutno uvrstimo v nastajajoče trge, katerih zakonodajni in regulatorni okvirji morajo ustvariti poslovno okolje, ki bo ustrezalo globalnim investitorjem, ki zahtevajo likvidnost, transparentnost in močno korporativno upravljanje.

SKLEP

Da bi privabili zasebne in institucionalne vlagatelje, je veliko držav ustanovilo posebne davčne režime za REIT-e, kot je izognitev dvojnega obdavčenja, kar je glavna prednost REIT-ov v primerjavi z drugimi vrstami nepremičninskih družb. Vendar pa oprostitev plačevanja DDPO delničarje REIT-ov postavlja v podoben položaj kot neposrednega lastnika nepremičnin, katerega prihodki od najemnin bodo obdavčeni le kot dohodek. Gre torej za konkurenco neposrednega in posrednega investiranja na trgu nepremičnin.

Vlaganje v REIT-e je tako pasivna, donosna alternativa direktnemu nakupu lastnine, ki proizvaja prihodke in ima številne prednosti. Te so del razloga, da so REIT-i pomembna naložbena možnost večine svetovnih naložbenih zakonodaj na razvitih finančnih in nepremičninskih trgih. REIT-i imajo pomembno vlogo, saj pozitivno vplivajo na trg nepremičnin, na katerega prinašajo več profesionalnosti, pospešujejo fleksibilnost gospodarstva, so pomemben generator gospodarske rasti in imajo pomemben učinek na trg dela in še posebno na mobilnost delovne sile. Širjenje REIT industrije in vrste investicijskih možnosti znotraj nje je pomembno zaradi kredibilnosti in privlačnosti za vse vrste investitorjev.

Kot naložbeni razred imajo dokazano dolgo zgodovinsko uspešnost. Za investitorja imajo več prednosti, kot so zanesljive dividende (saj so relativno zanesljivi tudi prihodki REIT-a, ki v različnih tržnih pogojih zagotavljajo visoko raven tekočega prihodka v kombinaciji z dolgoročnim zvišanjem cen delnic), konkurenčne dolgoročne stopnje donosa (ki so v povprečju v preteklosti zagotavljali višji donos v primerjavi z drugimi lastniškimi vrednostnimi papirji), koristi razpršenosti (omogočajo diverzifikacijo z relativno majhnimi zneski), zagotavljajo stabilnost portfelja (saj imajo nižjo korelacijo z delnicami od številnih drugih razredov sredstev, zato zmanjšujejo tveganje portfelja), likvidnost (ker je delnice REIT-ov mogoče prodati precej hitro), strokovno upravljanje (ki presega investitorjevo bazo znanja), transparentno poslovanje (pri poročanju o finančnih rezultatih morajo, kot druga javna podjetja, upoštevati splošno sprejeta računovodska načela).

Na uspešnost REIT industrije vplivajo številni dejavniki, kot so spreminjanje davčne politike, inflacija, obrestne mere, uspešnost delniškega trga, razpoložljivost kapitala in drugo. Vsaka sprememba le ene spremenljivke ima lahko velik vpliv na REIT-e. Poleg tega je nepremičninski trg v preteklosti pokazal veliko nestanovitnost in jo bo tudi v prihodnje. REIT industrija je preživela mnogo vzponov in padcev, proces naravne selekcije jo je okrepil, razvile so se dobre prakse in podjetja, ki jih upoštevajo, zagotavljajo odlične donose investitorjem. Najboljši REIT-i so zaslužili mesto kot del vseh glavnih indeksov borznega trga. Uspešen REIT ima dobro vodstveno ekipo, dokazano zgodovino in portfelj dobrih, kakovostnih nepremičnin, ki temelji na trenutnih trendih, se ves čas razvija in prilagaja spreminjajočemu se tržnemu okolju.

REIT industrija je v primerjavi z delniškim trgom, kot tudi glede na celotno vrednost naložbenih nepremičnin, še vedno majhna, kar ji daje možnost razvoja in rasti. Dostopnost do kapitala ostaja

ključna poslovna prioriteta za vse REIT-e, medtem ko vzpodbudna davčna zakonodaja ostaja osnovna zahteva za uspešnost REIT trga.

REIT-i so naložbena možnost v vseh pomembnejših ekonomijah, medtem ko se v Sloveniji še niso uveljavili. Osnovni pogoj za njihovo delovanje je sicer izpolnjen, saj so bile v slovenski pravni red prenešene evropske direktive, ki na ravni celotne Evropske unije urejajo poslovanje AIS in tako REIT-ov. Glede na nezainteresiranost vlagateljev ali nezmožnost upravljalcev za oblikovanje REIT-a pa lahko sklepamo, da bo potrebno zagotoviti vzpodbudno poslovno okolje, ki bo privabilo kapital, katerega bo potrebno iskati ne le med domačimi, pač pa tudi med tujimi investitorji. Nepremičninska podjetja bodo namreč poslovala v tistih pravnih oblikah, v katerih bo zadosti spodbud za njihovo uspešno poslovanje. Trenutno so spodbude za preoblikovanje nepremičninskih podjetij v REIT-e še premajhne. Slabost našega trga je tudi majhnost in velika koncentracija v finančnem sektorju, zaradi česar ne more biti tako učinkovit, kot sta na primer ameriški ali evropski. Ne glede na navedeno pa je ustanavljanje določenih tipov REIT-ov pri nas smiselno, saj je z njimi mogoče doseči donosnosti, ki so primerljive z donosnostmi evropskih REIT-ov. Poleg tega bi pozitivno vplivali na naš trg v več pogledih.

REIT-i so pomemben nepremičninski finančni instrument, katerega je potrebno prilagoditi našemu majhnemu nepremičninskemu in kapitalskemu trgu. Pomembno je oblikovati ustrezen produkt in vzpostaviti zaupanje vlagateljev, ki se ga doseže z dolgoročno vzpodbudnim donosom in zmernim tveganjem, z izogibanjem špekulativnih nakupov nepremičnin ter skrbno upoštevajoč realno vrednotenje premoženja. Vse to morajo zagotoviti upravljavci, depozitar in tudi nadzorni organi.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2017). *Register upravljalcev AIS*. Najdeno 5. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=373>
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2018). *Register upravljalcev AIS*. Najdeno 5. januarja 2018 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=373>
3. Aloisi, A. (2016, 29. julij). REITs: further thoughts on brewing bubble trouble. *Seeking Alpha*. Najdeno 22. februarja 2018 na spletnem naslovu <https://seekingalpha.com/article/3993280-reits-thoughts-brewing-bubble-trouble>
4. Analiza SWOT. (b.l.) V *Koncept poslovanje*. Najdeno 12. marca 2018 na spletni strani http://www.koncept-poslovanje.si/?page_id=1187
5. Block, R. L. (2012). *Investing in REITS: real estate investment trust* (4th ed). Princeton: Bloomberg Press.
6. Bloomberg L.P. (2018a). *Capital Markets, Company Overview of Alpen Invest, družba za upravljanje investicijskih skladov, d. d.* Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=54499472>
7. Bloomberg L.P. (2018b). *Capital Markets, Company Overview of KD Skladi družba za upravljanje, d.o.o.* Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=129781463>
8. Bloomberg L.P. (2018c). *Capital Markets, Company Overview of Numerica Partnerji Družba Za upravljanje d.o.o.* Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=243987691>
9. Cummings, J. (2008). *Real estate finance & investment manual*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Dajčman, S. (2008). Temeljne značilnosti nepremičninskih skladov. *Naše Gospodarstvo*, 54(5/6), 72–82.
11. DownREIT. (b.l.) V *Investopedia*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletni strani <https://www.investopedia.com/terms/d/downreit.asp>
12. Elements skladi, d.d. (b.l.). *Alternativni skladi*. Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.elements-skladi.si/>
13. Ernest & Young. (2016). *Global perspectives: 2016 REIT Report*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reit-report-ey/\\$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reit-report-ey/$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf)
14. Ernest & Young. (2017). *Global REIT Markets*. Najdeno 22. december 2017 na spletnem naslovu [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-reit-markets/\\$FILE/ey-global-reit-markets.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-reit-markets/$FILE/ey-global-reit-markets.pdf)
15. European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles. (2016). *Real Estate in the Real Economy*. Najdeno 4. februarja 2017 na spletnem naslovu https://www.inrev.org/system/files/2012-12/Real_Estate_Real_Economy_2016_infographic_ONLINE_INREV.pdf
16. European Public Real Estate Association. (2017a). *Investing in Listed Real Estate*. Najdeno 4. februarja 2018 na spletnem naslovu <http://www.epra.com/about-us/about-listed-real-estate/investing-listed-real-estate>

17. European Public Real Estate Association. (2017b). *EPRA Research: EPRA Total Markets Table, June 2017*. Najdeno 15. januarja 2018 na spletnem naslovu http://www.epra.com/application/files/6215/0592/3119/EPRA_Total_Markets_Table_-_June_2017.pdf
18. European Public Real Estate Association. (2017c). *Global REIT Survey 2017*. Najdeno 4. februarja 2018 na spletnem naslovu <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey>
19. Fixsen, R. (2017, 6. september). Market cap of European REITs could double if Solvency II changed. *IPE*. Najdeno 22. februarja 2018 na spletnem naslovu <https://www.ipe.com/news/regulation/epra-market-cap-of-european-reits-could-double-if-solvency-ii-changed/realassets.ipe.com/news/regulation/epra-market-cap-of-european-reits-could-double-if-solvency-ii-changed/10020550.fullarticle>
20. FTSE Russell. (2017). *FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REITs and Non-REITs Indices*. Najdeno 15. januarja 2018 na spletnem naslovu http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjBpvvB3bfbAhUNLVAKHSuVCVAQFggrMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ftse.com%2FAnalytics%2FFactsheets%2FHome%2FDownloadSingleIssue%3FissueName%3DEREEANDENEE&usg=AOvVaw2yqV_FTBRhTZZ_xM1fudeh
21. Geodetska uprava Republike Slovenije. (2017). *Polletno poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2017*. Najdeno 22. januarja 2018 na spletnem naslovu http://www.trgnepremicnin.si/podatki/dokumenti/porocila/Polletno_porocilo_2017_I.pdf
22. GFM Asset Management. (2017). *Top 25 Euro-denominated Real Estate Investment Trusts (REITs) by Market Cap as of 2017Q3*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://gfmasset.com/2017/08/top-25-euro-denominated-real-estate-investment-trusts-reits-by-market-cap-as-of-2017q3/>
23. Gorjup, B. (2016, 24. maj). Zakaj v Sloveniji ni razmaha nepremičninskih skladov? *Finance*. Najdeno 22. januarja 2018 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/8845198>
24. Jones Lang LaSalle IP, Inc. (2018). *City Report H2 2017: Ljubljana*. Najdeno 15. januarja 2018 na spletnem naslovu <http://www.jll.rs/serbia/en-gb/research/423/ljubljana-city-report-h2-2017>
25. KD Skladi, d.o.o. (b.l.). *KD Adriatic Value Fund, specialni investicijski sklad*. Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www.aif.kd-skladi.si/>
26. Kenney, A. (2015, 18. maj). Misconceptions About REITs and Interest Rates. *REIT Magazine: May/June 2015*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/news/reit-magazine/may-june-2015/misconceptions-about-reits-and-interest-rates>
27. Kennon, J. (2016, 27. oktober). Real Estate Investing Through REITs. *Investing for Beginners*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.thebalance.com/real-estate-investing-through-reits-357997>
28. Kirn, J., & Koselj, A. (2016). Naložbene strategije zavarovalnic za novo realnost. *E-zbornik. Dnevi zavarovalništva v Sloveniji* (str. 131–145). Portorož: Slovensko zavarovalno združenje.
29. Korenič, R. (2018, 28. februar). Bruto domači proizvod, Slovenija, 4. četrletje 2017. Najdeno 2. marca 2018 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/News/Index/7266>

30. Kos, S. (2017, 12. april). Slovensko nepremičninsko smetano že pobrali tujci. *Svet kapitala*. Najdeno 5. januarja 2018 na spletnem naslovu <https://svetkapitala.delo.si/ikonomija/slovensko-nepremicninsko-smetano-ze-pobrali-tujci-1757>
31. Krewson-Kelly, S., & Thomas, R.B. (2016). *The intelligent REIT investor*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
32. Levičar, M. (2016). Sodobni pogled na nepremičninske naložbe zavarovalnic. *E-zbornik. Dnevi zavarovalništva v Sloveniji* (str. 146–156). Portorož: Slovensko zavarovalno združenje.
33. Lux, N., & Moss, A. (2016). Liquidity in global real estate securities markets: A cyclical and regional analysis pre, during and post GFC. *Journal of Property Investment & Finance*, 34(4), 321-346.
34. Mazurczak, P. A. (2011). Development of Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes in Europe. *Journal of International Studies*, 4(1), 115-123.
35. Morri, G., & Baccarin, A. (2016). European REITs NAV discount: do investors believe in property appraisal?. *Journal of Property Investment & Finance*, 34(4), 347-374.
36. Mullaney, J. A. (1998). *REITs: building profits with real estate investment trust*. NY: John Wiley & Sons, corp.
37. National Association of Real Estate Investment Trusts. (2018). *FTSE EPRA/Nareit Global Real Estate Index Series Daily Returns*. Najdeno 22. februarja na spletnem naslovu <https://www.reit.com/sites/default/files/returns/GlobalReturns.pdf>
38. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.a). *Exchange-Traded Funds*. Najdeno 30. oktobra 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/investing-reits/list-reit-funds/exchange-traded-funds>
39. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.b). *Financial Benefits of REITs*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/financial-benefits-reits>
40. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.c). *REIT Industry Timeline*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-industry-timeline>
41. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.d). *REITs and Income*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-financial-benefits/reits-and-income>
42. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.e). *REIT Sectors*. Najdeno 5. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-sectors>
43. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.f). *What is a REIT?* Najdeno 30. oktobra 2016 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>
44. National Association of Real Estate Investment Trusts. (b.l.g). *Why Invest in REITs*. Najdeno 5. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.reit.com/investing/why-invest-reits>
45. Numerica Partnerji DZU d.o.o. (b.l.). *Upravljanje skladov*. Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <http://www.numerica-partners.si/index.php/storitve/upravljanje-skladov>

46. Numerica Partnerji DZU d.o.o. (2017). *Numerica Real Estate Fund. Preliminary fund raising presentation*. Ljubljana: Numerica Partnerji DZU d.o.o. (interno gradivo).
47. Orzano, M. (2016). The Impact of Rising Interest Rates on REITs. *S&P Global*. Najdeno 22. januarja na spletnem naslovu http://media.spglobal.com/documents/SPGlobal_Indices_Article_1+Jan+2016_The+Impact+of+Rising+Interest+Rates+on+REITs.pdf
48. Pšunder, I. (2003). Možnost razvoja nepremičninskih investicijskih skladov v Sloveniji. *Prispevek na konferenci Poslovanje z nepremičninami* (str. 60–63). Portorož: GZS.
49. REOC - Real Estate Operating Company. (b.l.) V *Investopedia*. Najdeno 5. januarja 2017 na spletni strani <http://www.investopedia.com/terms/r/reoc.asp>
50. Segal, T. (2017, 8. december). How interest rates affect property values. *Investopedia*. Najdeno 22. januarja 2018 na spletnem naslovu <https://www.investopedia.com/articles/mortgages-real-estate/08/interest-rates-affect-property-values.asp>
51. Shah, S. (b.l.). What are the potential pitfalls of owning REITs? *Investopedia*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/ask/answers/010915/what-are-potential-pitfalls-owning-reits.asp>
52. Sklep o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov. *Uradni list RS* št. 100/15 in 16/17.
53. Surabhi, S., & Saurabh, M. (2013). Non-traditional commercial Real Estate: Capitalizing on the REIT opportunity. *Deloitte Center for Financial Services*. Najdeno 17. marca 2018 na spletnem naslovu <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/dttl-fsi-US-FSI-Non-traditionalCommercialRealEstate-032813.pdf>
54. UPREIT. (b.l.) V *Investopedia*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletni strani <http://www.investopedia.com/terms/u/upreit.asp>
55. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2018). *Grafi tedna od 26. februarja do 2. marca 2018: podatki o gospodarski rasti, trgu dela, trgovini in obveznicah*. Najdeno 2. marca 2018 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/novice/novice/obvestilo/news/grafi-tedna-od-26-februarja-do-2-marca-2018-podatki-o-gospodarski-rasti-trgu-dela-trgovini-in-o/?tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=f8b1e80e016d64f428218b9c59a8d9f8
56. Whelan, R. (2014, 28. oktober). Nontraded REITs Attract Less Cash. *The Wall Street Journal*. Najdeno 22. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.wsj.com/articles/nontraded-reits-attract-less-cash-1414517478>
57. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS* št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15, 82/15, 68/16 in 69/17.
58. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS* št. 31/15, 81/15, 77/16.
59. Zakon o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov. *Uradni list RS* št. 32/15.

60. Zhou, J. (2016). A high-frequency analysis of the interactions between REIT return and volatility. *Elsevier. Economic Modelling* 56, 102–108.
61. Zorman, G., & Mercina, J. (2016). Davčne ovire pri ustanavljanju alternativnih investicijskih skladov. *Pravna praksa*, 35(1271/1272), 49–50.
62. Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor attention and the expected returns of reits. *Elsevier. International Review of Economics and Finance* 48, 423–439.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovar nepremičninskih izrazov.....	1
Priloga 2: Pregled Top 25 REIT-ov v Evropi glede na tržno kapitalizacijo v 2017Q3	3
Priloga 3: Register upravljalcev AIS na dan 5. 1. 2017.....	4
Priloga 4: Register upravljalcev AIS na dan 5. 1. 2018.....	5
Priloga 5: Anketni vprašalnik.....	6

PRILOGA 1: Slovar nepremičninskih izrazov

Benchmarking: proces, ki preprosto primerja numerične učinke posameznih ravni med različnimi organizacijami.

Celotni donos (angl. *Total Return*): prihodek od dividende delnic, povečan za vrednost kapitala, pred davki in provizijami.

Čista vrednost sredstev (angl. *Net Asset Value*, NAV): neto tržna vrednost vseh sredstev družbe, po odštetu vseh obveznosti in dolžnosti.

Čisti poslovni dobiček (angl. *Net Operating Income*, NOI): stopnja dobička, ustvarjenega na posamezni nepremičnini, ki ne vključuje režijskih stroškov podjetja ali učinkov financiranja

Diverzifikacija: pomeni, da z dodajanjem določene naložbe v portfelj povečamo celotno pričakovano donosnost portfelja, medtem ko istočasno zmanjšamo tveganje nestanovitnosti oz. nepredvidljivosti in izgub iz katerega koli vrednostnega papirja ali razreda sredstev.

EPRA (angl. *European Public Real Estate Association*): je neprofitno združenje, ki predstavlja evropska javna nepremičninska podjetja. Od svoje ustanovitve v Amsterdamu leta 1999 se je partnersko povezala sprva z Euronext in kasneje s FTSE (Velika Britanija) in NAREIT (Združene države Amerike) in ti trije organi so ustanovili FTSE EPRA/NAREIT globalni indeks, sestavljen iz sestavin premoženja družb, s katerimi se trguje na več svetovnih borzah in ki se sedaj uporablja kot platforma globalnih indeksov za merilo uspešnosti nepremičninskih družb in REIT-ov, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev. Združenje je v Bruslju od leta 2009. Temeljna dejavnost EPRA je spodbujanje, razvoj in predstavljanje evropske javne nepremičninske dejavnosti. Osnovni cilj je spodbujanje zaupanja in spodbuditi večja vlaganja v kotirajoče nepremičnine v Evropi.

Korelacija: pove, kako predviden močan vpliv na gibanje cene enega razreda premoženja ima druga vrsta premoženja, če ju primerjamo. Korelacija je lahko od popolne +1.0, kadar sta gibanji dveh investicij popolnoma usklajeni, do -1.0, kadar je njuno gibanje popolnoma nasprotno. Korelacija 0.0 pomeni, da med njima ni povezave. Korelacije se tekom časa spreminjajo, predvsem kratkoročno.

Notranja stopnja donosa (angl. *Internal rate of return*, IRR): diskontna stopnja ali stopnja donosa, ki izenači sedanjo vrednost denarnih pritokov od naložbe s sedanjo vrednostjo izdatkov, povezanih z naložbo. Uporablja se kot metoda ocenjevanja dolgoročnih naložb.

Okoljski odtis (angl. *Ecological Footprint*): predstavlja biološko produktivno površino zemlje in morja, katero človek potrebuje, da zadovolji svoje potrebe in za absorpcijo onesnaženja, ki ga proizvede pri svojih dejavnostih. Merimo ga v standardizirani enoti - globalni hektar na prebivalca (gha/osebo). Je kazalec trajnostnega razvoja, s katerim ocenimo vpliv posameznika, skupine ali človeštva na planet. Odvisen je od življenjskega sloga ljudi, v primerjavi z biološko zmogljivostjo

Zemlje. Z okoljskim odtisom ocenimo koliko planetov, enakih Zemlji, je potrebnih za preživetje človeštva. Leta 2007 je bil odtis vseh ljudi na svetu ocenjen na 1,5 planeta Zemlje, kar pomeni, da porabljamo naravne vire 1,5 krat hitreje, kot se obnovljajo. Predvideva se, da bomo do leta 2030 potrebovali dva planeta.

Prva javna ponudba (angl. *Initial Public Offering*, IPO): je prva ponudba delnic zasebnega podjetja javnosti. IPO pogosto izdajajo manjša, mlajša podjetja, ki iščejo kapital, da bi se lahko razširila, ali velika podjetja v zasebni lasti, ki se želijo javno tržiti.

Skupina FTSE (neformalno imenovana "footsie"): je skupno podjetje med Financial Times London in Londonsko borzo, iz česar je izpeljana tudi kratica. Indeksi skupine predstavljajo najbolj kapitalizirana podjetja v Veliki Britaniji, ki kotirajo na Londonski borzi.

Skupna tržna kapitalizacija (angl. *Total Market Cap*): skupna tržna vrednost izdanih navadnih delnic in zadolženosti REIT-ov (ali druge družbe).

Stopnja kapitalizacije (ali "cap" stopnja): za nepremičnine se določi tako, da se čisti poslovni prihodki premoženja oddelijo od njene odkupne cene. Na splošno visoke stopnje cap kažejo na višje donose in večja zaznana tveganja.

Strošek kapitala: stroški za družbo, ki se nanašajo na zbiranje kapitala v obliki lastniškega kapitala (navadne ali prednostne delnice) ali dolga. Za strošek lastniškega kapitala na splošno velja, da vključuje tako stopnjo dividende kot tudi pričakovano rast kapitala, bodisi z višjimi dividendami ali rastjo delniških tečajev. Strošek dolžniškega kapitala je strošek obresti, ki jih je povzročil dolg.

Uravnavanje najemnin (angl. *Straight-lining*): računovodska načela zahtevajo, da nepremičninske družbe, kot so REIT-i, "uravnavajo" povprečja plačila najemnin v času trajanja najema.

Volatilnost: delnice pove, kako se njena cena spreminja dnevno ali celo iz ure v uro.

Zadolženost (angl. *Leverage*): Znesek dolga v razmerju do bodisi lastniškega ali celotnega kapitala.

PRILOGA 2: Pregled Top 25 REIT-ov v Evropi glede na tržno kapitalizacijo v tretjem kvartalu leta 2017

Oznaka	Ime	Sektor	Država	Market Cap
DE/XFRA/UBL	Unibail-Rodamco SE	Trgovski	Francija	€ 21,510,000,640
FR/XPAR/LI	Klepierre S.A.	Trgovski	Francija	€ 11,089,999,872
FR/XPAR/GFC	Gecina	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 9,360,000,000
ES/XMCE/MRL	Merlin Properties SOCIMI S.A.	Diverzificiran	Španija	€ 5,409,999,872
FR/XPAR/FLY	Societe Fonciere Lyonnaise S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 2,609,999,872
FR/XPAR/ERSC	EUROSIC S.A.	Diverzificiran	Francija	€ 2,510,000,128
NL/XAMS/WHA	Wereldhave N.V.	Trgovski	Nizozemska	€ 1,760,000,000
ES/XMCE/AXIA	Axiare Patrimonio SOCIMI S.A.	Industrijski/Pisarniški	Španija	€ 1,260,000,000
FR/XPAR/TER	Terreis S.A.	Stanovanjski	Francija	€ 1,040,000,000
UK/XLON/GRN	Green REIT PLC	Industrijski/Pisarniški	Irska	€ 973,390,016
UK/XLON/HBRN	Hibernia REIT PLC	Industrijski/Pisarniški	Irska	€ 951,980,032
ES/XMCE/LRE	Lar Espana Real Estate SOCIMI S.A.	Diverzificiran	Španija	€ 749,680,000
NL/XAMS/VASTN	Vastned Retail N.V.	Trgovski	Nizozemska	€ 722,249,984
NL/XAMS/NSI	NSI N.V.	Industrijski/Pisarniški	Nizozemska	€ 597,889,984
FR/XPAR/ARG	Argan S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 520,209,984
FR/XPAR/CGR	CeGeREAL S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 513,500,000
FR/XPAR/ANF	ANF-Immobilier S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 400,910,016
FR/XPAR/IMDA	Immobiliere Dassault S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 295,190,016
DE/XFRA/IJX	Vastned Retail Belgium	Trgovski	Belgija	€ 263,510,000
FR/XPAR/IML	Affine RE	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 165,420,000
FR/XPAR/ACAN	Acanthe Developpement SE	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 105,930,000
FR/XPAR/CBSM	Societe Centrale des Bois et Scieries de la Manche S.A.	Diverzificiran	Francija	€ 91,300,000
FR/XPAR/PAR	PAREF	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 87,640,000
FR/XPAR/FATL	Fonciere Atland S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 59,150,000
FR/XPAR/BLEE	Blecker S.A.	Industrijski/Pisarniški	Francija	€ 15,780,000

Vir: GFM Asset Management, Top 25 Euro-denominated Real Estate Investment Trusts (REITs) by Market Cap as of 2017Q3.

PRILOGA 3: Register upravljavcev AIS na dan 5. 1. 2017

Zap.št.	Upravljavec AIS	Status upravjavca AIS	AIS v upravljanju, s statusom SIS*	AIS v upravljanju, brez statusa**	Država ustanovitve AIS	Naložbena strategija	Trženje v Sloveniji
1.	RSG KAPITAL d.o.o., Židovska steza 6, 1000 Ljubljana	Registrirani		Prvi sklad, družba tvegane kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	DA
2.	UD d.o.o., Čopova ulica 38, 1000 Ljubljana	Registrirani		DTK MURKA, družba tvegane kapitala d.o.o	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
3.	KINGCONSULTING d.o.o., Leskoškova cesta 12, 1000 Ljubljana	Registrirani		King Sp Alpha Beteiligungs GmbH	Avstrija	Sklad skladov	NE
4.	S.T.HAMMER d.o.o., Šubičeva ulica 3, 1000 Ljubljana	Registrirani		STH VENTURES, družba tvegane kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	DA
5.	MPE d.o.o., Rečiška cesta 11, 4260 Bled	Registrirani		SCS, družba tvegane kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
				HKD I, družba tvegane kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
6.	Banquecorp Physical, Gold d.o.o., Litostrojska cesta 44a, 1000 Ljubljana	Registrirani		BPG hramba plemenitih kovin d.d.	Slovenija	Blagovni sklad	DA
7.	NUMERICA PARTNERJI DZU d.o.o., Dalmatinova ulica 7, 1000 Ljubljana	Upravljavec AIS z dovoljenjem Agencije	Prvi slovenski sklad nepremičnin, specialni investicijski sklad		Slovenija	Nepremičninski sklad	DA
8.	ABC First growth d.o.o., Savska cesta 3a, 1000 Ljubljana	Registrirani		ABC Fund, družba tvegane kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	DA
9.	ALPEN Invest d.d., Trdinova ulica 4, 1000 Ljubljana	Registrirani	Alpen.NPL, specialni sklad slabih posojil		Slovenija	Druga strategija (sklad slabih posojil)	DA
				S.E.E. Turnaround	Slovenija	Druga strategija (zapadle finančne terjatve)	DA
				ALPEN Opportunity Property Fund	Slovenija	Nepremičninski sklad	DA
10.	APOLLINARIS, d.o.o., Studenška ulica 7, 2000 Maribor	Registrirani		Sklad Apollinaris, družba tvegane kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
11.	SOL 8 d.o.o., Linhartova cesta 33, 1234 Mengeš	Registrirani		Crypto I Ltd.	Velika Britanija	Hedge sklad	DA
				Sol 8, Alternative Assets LP	Velika Britanija	Hedge sklad	DA
				Sol 8 MVIS Russia Ltd.	Velika Britanija	Hedge sklad	DA

* AIS je pri Agenciji pridobil status SIS, kar pomeni, da je njegovo poslovanje usklajeno s tretjim poglavjem ZUAIS.

** AIS je priglasišen, Agencija njegovega poslovanja ne nadzoruje.

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Register upravljavcev AIS na 5.1.2017.

PRILOGA 4: Register upravljavcev AIS na dan 5. 1. 2018

Zap.št.	Upravljavec AIS	Status upravljavca AIS	AIS v upravljanju, s statusom SIS*	AIS v upravljanju, brez statusa**	Država ustanovitve AIS	Naložbena strategija	Trženje v Sloveniji
1.	RSG KAPITAL d.o.o., Židovska steza 6, 1000 Ljubljana	Registrirani		Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	DA
2.	UD d.o.o., Čopova ulica 38, 1000 Ljubljana	Registrirani		DTK MURKA, družba tveganega kapitala d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
3.	STH MANAGEMENT d.d., Kavčičeva ulica 66, 1000 Ljubljana	Registrirani		STH VENTURES, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	DA
4.	MPE d.o.o., Rečiška cesta 11, 4260 Bled	Registrirani		SCS, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
				HKD I, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	NE
5.	Banquecorp Physical, Gold d.o.o., Litostrojska cesta 44a, 1000 Ljubljana	Registrirani		BPG hramba plemenitih kovin d.d.	Slovenija	Blagovni sklad	DA
6.	NUMERICA PARTNERJI DZU d.o.o., Dalmatinova ulica 7, 1000 Ljubljana	Upravljavec AIS z dovoljenjem Agencije					
7.	ABC First growth d.o.o., Savska cesta 3a, 1000 Ljubljana	Registrirani		ABC Fund, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Slovenija	Sklad zasebnega kapitala	DA
8.	Elements Skladi d.d., Dunajska cesta 167, 1000 Ljubljana	Upravljavec SIS	Elements Credit Opportunities I, specialni investicijski sklad slabih posojil		Slovenija	Druga strategija (sklad slabih posojil)	DA
				S.E.E. Turnaround	Slovenija	Druga strategija (zapadle finančne terjatve)	DA
				ALPEN Opportunity Property Fund	Slovenija	Nepremičninski sklad	DA
9.	SOL 8 d.o.o., Cesta v Mestni log 88A, 1000 Ljubljana	Registrirani		Crypto I Ltd.	Velika Britanija	Hedge sklad	DA
				Sol 8, Alternative Assets LP	Velika Britanija	Hedge sklad	DA
				Sol 8 MVIS Russia Ltd.	Velika Britanija	Hedge sklad	DA
10.	KD SKLADI, d. o. o., Dnajska cesta 63, 1000 Ljubljana	Upravljavec AIS z dovoljenjem Agencije	KD Adriatic Value Fund, specialni investicijski sklad		Slovenija	Nepremičninski sklad	DA
11.	Private Value Capital Management d.o.o., Kidričeva ulica 19 5000 Nova Gorica	Registrirani		Sitael Alternative Investment Fund d.d.	Slovenija	Hedge sklad	DA
12.	ALFI d.o.o., Hacquetova ulica 1A 1000 Ljubljana	Registrirani		ALFI alternativni investicijski sklad	Slovenija	Druga strategija (sklad slabih posojil)	NE
13.	DigitALPS, d.o.o., Slovenska cesta 54 1000 Ljubljana	Registrirani		DigitALPS Bitcoin Fund	Slovenija	Druga strategija	DA

* AIS je pri Agenciji pridobil status SIS, kar pomeni, da je njegovo poslovanje usklajeno s tretjim poglavjem ZUAIS.

** AIS je priglašen, Agencija njegovega poslovanja ne nadzoruje.

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Register upravljavcev AIS na 5.1.2018.

PRILOGA 5: Anketni vprašalnik

1. V Sloveniji nastajajo prvi nepremičninski skladi. So priložnosti za ugodne nakupe že zamujene? Imamo sploh možnosti napram tujim investitorjem – je slovenski trg dovolj velik?
2. Je zakonodaja primerna?
3. Imajo slovenska podjetja zadosti znanja za ustanavljanje in upravljanje sklada?
4. Kakšna naložbena strategija bi bila primerna za naš trg? Katere vrste nepremičnin so primerne (stanovanja dosegajo nizek donos, še vedno močan trend lastništva, presežek poslovnih prostorov, zato nizke najemnine in donosnost)?
5. Kakšna bi morala biti zahtevana donosnost, da bi bil sklad sploh zanimiv glede na druge alternative?
6. Je na trgu zadosti vlagateljev – domačih ali tujih?
7. Imajo REIT-i prihodnost na našem trgu?