

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

ELIZABETA VOLF

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO
ANALIZA POSLOVANJA NEPREMIČNINSKIH
INVESTICIJSKIH DRUŽB V SVETU IN V SLOVENIJI**

LJUBLJANA, SEPTEMBER 2009

ELIZABETA VOLF

IZJAVA

Študentka Elizabeta Volf izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Marjana Odarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
Problematika in namen magistrskega dela	1
Cilj magistrskega dela.....	2
Metode dela	3
Sestava magistrskega dela	3
1 OPREDELITEV POJMA »REIT«	4
1.1 Združene države Amerike.....	4
1.2 Nemčija.....	8
1.3 Velika Britanija	8
1.4 Hrvaška	9
1.5 Slovenija	9
2 DONOSNOST IN TVEGANJE	10
2.1 Donosnost	10
2.1.1 Kazalniki donosnosti in uspešnosti poslovanja REIT-ov.....	10
2.1.2 Donosnost in uspešnost poslovanja REIT-ov v preteklosti	15
2.2 Tveganje	18
2.2.1 Splošno o tveganju	18
2.2.2 Tveganje pri naložbi v REIT.....	18
3 RAČUNOVODSKE IN DAVČNE REŠITVE V DRUŽBAH REIT	21
3.1 Računovodske rešitve	21
3.1.1 Mednarodni računovodski standardi (MRS, MSRP)	21
3.1.2 US GAAP.....	25
3.1.3 Slovenski računovodski standardi (SRS).....	27
3.2 Davčne in druge zakonodajne rešitve delovanja nepremičninskih podjetij - REIT-ov	29
3.2.1 Evropa	29
3.2.2 Azija in Oceanija.....	33
3.2.3 Amerika	33
4 SWOT ANALIZA REIT-OV	35
4.1 Prednosti	36
4.2 Slabosti.....	37
4.3 Priložnosti	38
4.4 Nevarnosti	39
5 ANALIZA DONOSNOSTI IN USPEŠNOSTI POSLOVANJA REIT-A.....	39

5.1	Analiza donosnosti in uspešnosti poslovanja družbe pred in po preoblikovanju v REIT na primeru nepremičninske investicijske družbe iz Velike Britanije	39
5.1.1	<i>Kratka predstavitev podjetja British Land</i>	40
5.1.2	<i>Analiza donosnosti in poslovne uspešnosti družbe pred in po preoblikovanju v REIT</i>	41
5.2	Analiza finančne naložbe v delniško družbo in finančne naložbe v REIT na primeru delničarja nepremičninske investicijske družbe iz Velike Britanije	46
6	REIT-I V ČASU FINANČNE KRIZE	53
6.1	Statistična analiza povezanosti kazalnika NAV/delnico in tržne vrednosti delnice v Veliki Britaniji	53
6.1.1	<i>Metodologija</i>	53
6.1.2	<i>NAV/delnico in tržna vrednost delnic REIT-ov v času finančne krize.....</i>	54
6.1.3	<i>Analiza povezanosti.....</i>	56
6.2	Finančna kriza in vrednost delnic REIT-ov v ZDA.....	59
6.2.1	<i>Metodologija</i>	59
6.2.2	<i>Tveganje in donosnost REIT-ov v času finančne krize</i>	59
6.2.3	<i>Analiza povezanosti.....</i>	61
7	ANALIZA DONOSNOSTI RAZLIČNE UPORABE NEPREMIČNIN – NALOŽBENA NEPREMIČNINA ALI FINANČNA NALOŽBA V REIT	62
7.1	Ključne predpostavke analize	62
7.2	Analiza vpliva različne uporabe nepremičnin	66
SKLEP		68
LITERATURA IN VIRI.....		71
PRILOGE		74

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Značilnosti REIT-ov, ki kotirajo na trgu vrednostnih papirjev, REIT-ov, ki ne kotirajo na borzi vrednostnih papirjev in zasebnih REIT-ov v ZDA	6
Tabela 2:	Kazalniki finančne uspešnosti družbe The British Land Company PLC	41
Tabela 3:	Podatki iz izkaza poslovnega izida za družbo British Land	43
Tabela 4:	Podatki iz bilance stanja za družbo British Land	44
Tabela 5:	Primerjava kazalnikov iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida za družbo British Land	45
Tabela 6:	Podatki o donosnosti kapitala za družbo British Land	46
Tabela 7:	NAV na delnico in poslovni izid na delnico za družbo British Land.....	49
Tabela 8:	Dividenda na delnico za družbo British Land.....	49
Tabela 9:	Vrednost delnice družbe British Land	51
Tabela 10:	Skupni donos za delničarja družbe British Land.....	52
Tabela 11:	REIT-i v Veliki Britaniji z najnižjo donosnostjo v času finančne krize.....	54
Tabela 12:	REIT-i v Veliki Britaniji z najvišjo donosnostjo v času finančne krize	55
Tabela 13:	REIT-i v Veliki Britaniji z najvišjim padcem NAV/delnico v času finančne krize	55
Tabela 14:	REIT-i v Veliki Britaniji z najnižjim padcem oz. najvišjo rastjo NAV/delnico v času finančne krize.....	55
Tabela 15:	Sprememba indeksa FTSE 100 in indeksa FTSE EPRA/NAREIT UK REITs v času finančne krize, v %	56
Tabela 16:	Povzetek analize povezanosti pred in v času finančne krize med kazalnikom NAV/delnico in tržna vrednost delnice	57
Tabela 17:	Analiza variance pred in v času finančne krize.....	57
Tabela 18:	Enostavna linearna regresija pred in v času finančne krize.....	58
Tabela 19:	REIT-i v ZDA z najnižjo donosnostjo v času finančne krize.....	59
Tabela 20:	REIT-i v ZDA z najvišjo donosnostjo v času finančne krize	60
Tabela 21:	Sprememba indeksa S&P 500 ter indeksov REIT-ov v ZDA v času finančne krize, v % ..	60
Tabela 22:	Povzetek analize modela	61
Tabela 23:	Analiza variance	61
Tabela 24:	Enostavna linearna regresija.....	62
Tabela 25:	Bilanca stanja podjetij ABC, d.d. in nepremičninske investicijske družbe (REIT) XYZ, d.d., v milijonih EUR	64
Tabela 26:	Izkaz poslovnega izida podjetij ABC, d.d. in nepremičninske investicijske družbe (REIT) XYZ, d.d., v milijonih EUR	65
Tabela 27:	Izkaz poslovnega izida podjetij ABC, d.d. in klasične nepremičninske družbe XYZ, d.d., v milijonih EUR.....	66

KAZALO SLIK

Slika 1:	Rast kazalnika FFO	12
----------	--------------------------	----

KAZALO GRAFIKONOV

Grafikon 1:	Tržna kapitalizacija REIT-ov, ki kotirajo na borzah v ZDA.....	7
Grafikon 2:	Tržna kapitalizacija REIT-ov v primerjavi z izbranimi družbami (v milijardah USD).....	7
Grafikon 3:	Celotni letni donos naložbenih REIT-ov v primerjavi s S&P 500	15
Grafikon 4:	Dividendni donos REIT-ov v primerjavi z dividendnim donosom S&P 500.....	16
Grafikon 5:	Indeks delnic REIT-ov v primerjavi z indeksom CPI.....	16
Grafikon 6:	Dividenda na delnico za družbo British Land (v penijih).....	47
Grafikon 7:	Gibanje vrednosti delnice podjetja British Land od 1. aprila 1999 do 31. marca 2008, v penijih	48
Grafikon 8:	Gibanje vrednosti delnice British Land glede na gibanje borznega indeksa FTSE-100, v odstotkih	48

UVOD

Problematika in namen magistrskega dela

Nepremičnine predstavljajo pomembno postavko premoženja fizičnih oseb, javnih ustanov in podjetij. V Sloveniji na področju nepremičnin še vedno prevladuje miselnost, da so uporabniki nepremičnin tudi njeni lastniki, čeprav se trend najemanja nepremičnin in podobnih možnosti financiranja v zadnjih desetletjih vzporedno s finančnim razvojem povečuje. Še posebej v gospodarskem sektorju je v posameznih dejavnostih vedno bolj prisotna ločena funkcija lastništva in uporabe nepremičnine.

V ZDA, kjer je finančni trg med najbolj razvitimi v svetu, so v letu 1960 ustanovili posebno vrsto družbe. Kratico REIT, ki je okrajšava za Real Estate Investment Trust, lahko prevajamo kot nepremičninska investicijska družba. Temeljne značilnosti takšne družbe so, da gradi, daje v najem in upravlja nepremičnine (Block, 2006, str. 2). Družba je lastnik številnih nepremičnin, s tem naložba v REIT pomeni razpršitev tveganja. Za to obliko družbe so predpisana številna pravila, ki v končnem rezultatu poslovanja družbe pomenijo razliko predvsem pri obdavčenju. Da družbi ni potrebno plačati davka od dohodka pravnih oseb oziroma davka od dobička, je potrebno razdeliti vsaj 90 odstotkov ustvarjenega dobička. Lastniki delnic takšne družbe so tako upravičeni do visokih dividend glede na ustvarjeni dobiček.

V svojem razvoju se je specializiranost REIT-ov v ZDA in kasneje tudi v svetu povečevala, saj so se posamezne družbe osredotočile na upravljanje nepremičnin, povezanih s posamezno dejavnostjo, npr. trgovine, hoteli, skladišča, poslovni prostori, nepremičnine v zdravstvu, ipd. V svetu so podobno obliko podjetij uzakonile številne države, med zadnjimi tudi Velika Britanija in Nemčija. Zakonodaje v posameznih državah so nekoliko drugačne od ameriške, predvsem glede pravne oblike podjetja in kriterijev, da družba lahko uveljavlja davčne ugodnosti.

Na tem mestu je primerno opredeliti glavno razliko med dvema podobnima vrstama finančne naložbe, in sicer med nepremičninskimi skladi na eni in nepremičninsko investicijsko družbo oz. REIT-om na drugi strani. Najpomembnejša razlika je namreč v stopnji tveganja, ki ga kot finančna naložba predstavljata – pri nepremičninskem skladu gre namreč za to, da investitor svojo naložbo v sklad izvede z nakupom točk, zbir teh točk pa predstavlja premoženje sklada, ki dnevno niha glede na število kupljenih oz. prodanih točk sklada. Posledično to pomeni, da sklad kmalu lahko pride v likvidnostne težave, ko mora zaradi likvidnosti prodati nepremičnino, za kar pa časovno ni nujno ugoden trenutek in se ne doseže primerna cena za nepremičnino in sklad po nepotrebnem utрпи neugodne finančne posledice. Na drugi strani pri nepremičninskem investicijskem podjetju oz. REIT-u investitor kupi delnice in tako premoženje REIT-a ostaja stabilno (Wikipedia, 6. maj 2008). V magistrski nalogi se zato osredotočamo na nepremičninske investicijske družbe oziroma REIT-e.

Področje REIT-ov v svetu proučuje več organizacij. Med najbolj znanimi je ameriška organizacija NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust), ki poleg raziskav o poslovanju REIT-ov

deluje tudi kot koordinator problematike, ki se pojavi na področju te vrste družb. V Evropi se raziskavam na tem področju najbolj posveča organizacija EPRA (European Public Real Estate Association), ki poleg REIT-ov raziskuje tudi druge oblike poslovanja na nepremičninskem trgu. Poleg navedenih dveh organizacij so še številne ostale, ki delujejo na področju nepremičnin, seveda pa v okviru poslovanja veliko prispevajo posamezne borze vrednostnih papirjev, kjer se trguje z vrednostnimi papirji REIT-ov.

V Sloveniji je trg nepremičnin dobro razvit. Priložnost nepremičninskega trga, povezana tudi z razvitostjo slovenskega finančnega trga, pa predstavlja možnost razpršenega investiranja v nepremičnine. Tovrstno obliko naložb kot pomanjkljivost na eni strani občutijo npr. pokojninski skladi, na drugi pa podjetja. Pokojninski skladi trenutno nimajo možnosti razpršeno investirati v nepremičnine, saj jim zakonodaja dovoljuje le investiranje neposredno v nepremičnino (Zupančič, 2006, str. 99). Na drugi strani bi podjetja lahko izkoristila možnost izločitve nepremičnin iz podjetja, predvsem ko gre za specializacijo upravljanja nepremičnin, ki je povsem drugačna dejavnost kot na primer turistična, trgovska ali industrijska dejavnost, s katero se podjetja sicer ukvarjajo. Prednosti uvedbe REIT-ov bi bile na slovenskem področju prav gotovo številne, tako kot to velja v državah, kjer so to obliko družb na nepremičninskem področju že uvedli.

Namen magistrskega dela je na splošno spoznati in predstaviti REIT-e, predvsem na podlagi analize delovanja nepremičninskih investicijskih družb (REIT-ov) v ZDA, Veliki Britaniji in Nemčiji. Prav tako je namen predstaviti poslovanje REIT-a v smislu, kako se meri njihova uspešnost poslovanja. S statistično analizo bomo preverili, koliko na spremembo tečajev delnic v času finančne krize vplivajo izbrani finančni kazalniki. Glavni namen magistrskega dela pa je ugotoviti, kako različna uporaba nepremičnin vpliva na donosnost naložbe s poudarkom na dobičkonosnosti pravne osebe. Pri tem bomo kot različno uporabo nepremičnin primerjali naložbo v REIT-u ter lastništvo nepremičnine v podjetju.

Cilj magistrskega dela

Cilj magistrskega dela je najprej proučiti glavne značilnosti REIT-ov v svetu, s pomočjo podatkov izbranega podjetja pa analizirati, kakšne posledice zakonodaja, sprejeta v zvezi z REIT-i v izbrani državi, prinaša nepremičninskemu podjetju pred in po preoblikovanju v REIT, kakšne spremembe se v tem primeru zgodijo lastnikom ter kako se spremeni donosnost podjetja, ki poseduje nepremičnine, ki jih lahko izloči iz svoje bilance in zamenja za naložbo v REIT. Pri slednji analizi bo predpostavljena možnost apliciranja rešitev za slovenske razmere, kjer zakonodaja še ni sprejeta, zakonodajni pogoji pa bodo privzeti po britanskem modelu, kar bo upoštevano tudi pri analizi, saj bomo analizirali podatke britanskega nepremičninskega podjetja, ki se je v letu 2007 preoblikoval v REIT.

Metode dela

Pri nastajanju magistrskega dela bomo pretežno uporabili metodo dela, ki temelji na splošni ekonomski teoriji iz področja, ki ga zajema magistrsko delo. Predvsem s pomočjo teoretičnih znanj bomo poskušali poiskati rešitve za zastavljene probleme. V magistrskem delu bomo uporabili naslednje metode:

- ❖ metoda deskripcije, kjer bomo opisovali dejstva, procese in pojave ter njihova empirična potrjevanja odnosov, vendar brez znanstvenega pojasnjevanja,
- ❖ komparativno metodo, ki pomeni postopek primerjanja dejstev, pojavov, procesov in odnosov, s katerimi ugotavljamo podobnosti in razlike med njimi in tako pridemo do raznih sklepov,
- ❖ metodo kompilacije, kjer bomo povzeli spoznanja, stališča in sklepe tujih in domačih avtorjev in jih ustrezno citirali,
- ❖ zgodovinsko metodo in
- ❖ metodo kvantitativne analize, kjer proučujemo povezavo med izbranimi kazalniki in tržno vrednostjo delnice in njeno spremembo v času finančne krize.

Pri nastanku dela se bomo naslonili na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, ki so objavili knjige, članke in prispevke z najnovejšimi teoretičnimi spoznanji s področja nepremičninskih investicijskih podjetij oziroma REIT-ov. V magistrsko delo bomo poskušali čim bolj implementirati tista teoretična spoznanja, ki so se najbolj uveljavila tudi v praksi.

Sestava magistrskega dela

Magistrsko delo je sestavljeno iz sedmih poglavij, kjer je v prvem poglavju opredeljen pojem REIT oziroma nepremičninska investicijska družba. Ker je v posameznih državah, kjer so REIT-i prisotni, opredelitev nekoliko drugačna, prikazujemo opredelitve, ki veljajo v ZDA, Veliki Britaniji in Nemčiji. V tem poglavju so prikazane tudi temeljne značilnosti REIT-ov, ki so značilne za posamezne države. Poleg tega so na kratko predstavljene tudi trenutne razmere na področju nepremičninskih finančnih naložb na Hrvaškem in trenutne možnosti finančnih naložb v Sloveniji, predvsem ko gre za organiziran trg vrednostnih papirjev.

Donosnost in tveganje proučujemo v drugem poglavju. Pri donosnosti so najprej prikazani kazalniki, ki se v svetu uporabljajo za analizo donosnosti in uspešnosti poslovanja REIT-ov, pri čemer smo se osredotočili na tri izbrane države: ZDA, Velika Britanija in Nemčija. V nadaljevanju je predstavljena donosnost REIT-ov v preteklosti, kjer imamo rezultate predvsem za področje ZDA, kjer REIT-i obstajajo že skoraj petdeset let. Drugi del poglavja je namenjen opredelitvi tveganja, ki ga pregledujemo po posameznih izbranih državah, saj je tveganje odvisno od zakonodaje, ki na področju REIT-ov velja v posamezni državi.

Tretje poglavje je osredotočeno na računovodske, davčne in ostale zakonodajne rešitve, ki veljajo na področju delovanja REIT-ov v posameznih državah sveta. S tem smo želeli predstaviti širok izbor

možnosti, na kakšen način približati zakonodajo obstoječemu zakonodajnemu sistemu v Sloveniji, ki bi omogočal razpršeno finančno naložbo v nepremičnine. Računovodske rešitve so podane za področje osnovnih sredstev, kakor jih morajo REIT-i v svetu obravnavati v skladu z US GAAP ali MRSP/MRS, poleg tega pa smo pregledali tudi Slovenske računovodske standarde, ki se nanašajo na nepremičnine kot del osnovnih sredstev in na naložbene nepremičnine.

SWOT analiza je predstavljena v četrtem poglavju. Prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti smo proučili v več državah sveta in jih združili v posameznih podpoglavjih. Analiza je pokazatelj, na kaj vse moramo biti pozorni, ko na eni strani investiramo v REIT ali na drugi strani delujemo kot podjetje, ki posluje v skladu z zakonodajo, veljavno za REIT-e.

Peto poglavje predstavlja pomemben del magistrskega dela, saj v njem analiziramo poslovanje britanskega REIT-a, ugotavljamo, kakšne spremembe prinaša vpeljava nove zakonodaje za nepremičninska investicijska podjetja in njihove lastnike na primeru britanskega REIT-a.

V šestem poglavju s pomočjo statistične analize – korelacije, regresije in variance ugotavljamo povezavo med tržno vrednostjo delnice in kazalnikom NAV/delnico pred trenutno finančno krizo in v času finančne krize v Veliki Britaniji, poleg tega pa proučujemo tudi povezavo med donosnostjo in tveganjem REIT-ov v ZDA v času trenutne finančne krize.

V sedmem poglavju analiziramo različno uporabo nepremičnin v podjetju: prva analiza prikaže vpliv na dobičkonosnost v podjetju, ki ima možnost naložbene nepremičnine izločiti iz svoje bilance stanja in jih zamenjati za naložbo v REIT, druga analiza pa prikaže vpliv na dobičkonosnost kapitala, če nepremičninsko podjetje nima davčnih ugodnosti, ki veljajo za REIT-e.

1 OPREDELITEV POJMA »REIT«

V literaturi najdemo več opredelitev REIT-ov, razlike so prisotne predvsem glede na to, kakšna zakonodaja je veljavna v posamezni državi. V nadaljevanju so tako predstavljene opredelitve REIT-ov kot jih poznajo v izbranih državah.

1.1 Združene države Amerike

V Združenih državah Amerike je zakonodaja na področju REIT-ov v veljavi že od leta 1960. REIT-i so družbe, ki delujejo z namenom, da investitor ne kupi posamezne nepremičnine, temveč je lastnik delnic podjetja, ki se ukvarja z nepremičninami, in tako sodeluje kot investitor v delniškem kapitalu. V zameno mu družba izplačuje dividende, poleg tega pa na trgu lahko doseže rast vrednosti delnice. Block (2006, str.10) navaja dva tipa REIT-ov:

- ❖ premoženjski REIT (angl. Equity REIT): ta oblika sklada deluje kot družba, ki se ukvarja predvsem z nakupom, upravljanjem, obnavljanjem, vzdrževanjem in občasno tudi s prodajo nepremičnin. Mnogi

REIT-i v ugodnih gospodarskih pogojih širijo obseg nepremičnin. Davčna ugodnost te oblike družbe je v tem, da ni obdavčitve z davkom od dobička (oz. od dohodka) pravnih oseb na nivoju družbe, v kolikor podjetje v obliki dividend delničarjem oz. investitorjem izplača 90 odstotkov ustvarjenega dobička. Neizplačani del dobička je obdavčen z davkom od dohodka (dobička) pravnih oseb;

- ❖ hipotekarni REIT (angl. Mortgage REIT): ta tip sklada se ukvarja s financiranjem nepremičnin, ki je zavarovano s poroštvom na nepremičnini (angl. real estate collateral).

Stevenson (Stevenson, 2006, str. 31) dodaja še dve obliki:

- ❖ hibridni REIT-i združujejo lastnosti premoženjskega in hipotekarnega REIT-a,
- ❖ REIT vzajemni skladi pa delujejo kot vzajemni skladi REIT-ov; nastajati so začeli v devetdesetih letih prejšnjega stoletja.

Hipotekarni REIT-i občasno prinašajo mnogo višje donose kot premoženjski, vendar so mnogo bolj občutljivi na spremembe v obrestnih merah. Na podlagi zgodovinskih podatkov so se v ZDA dolgoročno bolje izkazali premoženjski REIT-i, saj so prinašali višje in stabilnejše donose, nižje tveganje in boljšo likvidnost.

Naložba v REIT prinaša dividendo, v kolikor jo družba lahko izplača, hkrati omogoča dolgoročne kapitalske dobičke v primeru naraščanja cene delnice, ob tem pa služi kot orodje za uravnoteženje portfelja naložb. Individualni vlagatelji lahko razpršijo tveganje z vlaganjem sredstev v vzajemni nepremičninski sklad, ki ga navadno upravljajo strokovnjaki nepremičninskega trga.

V ZDA imajo investitorji enako možnost, da kupijo delnice REIT-a, tako kot velja za katerekoli delnice delniških družb. Delnice REIT-ov lahko kotirajo na vseh pomembnih ameriških borzah. Prav tako morajo REIT-i pripravljati redne objave o poslovanju družbe kot to velja za vse delniške družbe.

Nepremičninske investicijske družbe (REIT-i) v ZDA investirajo v različne sektorje nepremičnin: stanovanja, poslovni prostori, trgovski centri, skladišča, industrijski parki in skladišča, nastanitvene zmogljivosti, vključno s hoteli, moteli in ostalimi nastanitvenimi centri (kopališča, zdravilišča, letovišča), zdravstveni objekti, objekti za oddih in zabavo. (NAREIT, 2003, str. 1-9)

Poleg navedenih vrst REIT-ov najdemo tudi delitev na REIT-e, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev, REIT-e, ki ne kotirajo na borzi vrednostnih papirjev in na zasebne REIT-e. NAREIT (2008, str. 1) podaja temeljne značilnosti posameznih vrst REIT-ov, ki jih prikazujemo v tabeli 1.

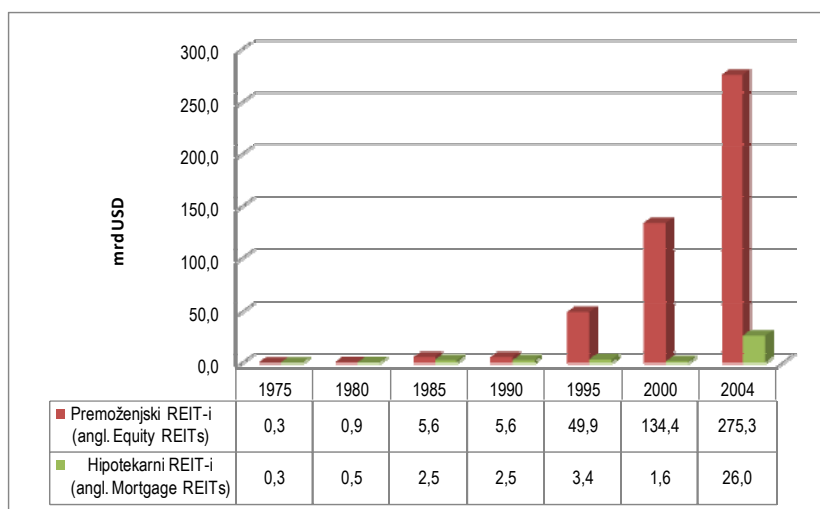
Tabela 1: Značilnosti REIT-ov, ki kotirajo na trgu vrednostnih papirjev, REIT-ov, ki ne kotirajo na borzi vrednostnih papirjev in zasebnih REIT-ov v ZDA

Opredelitev	REIT-i, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev	REIT-i, ki NE kotirajo na borzi vrednostnih papirjev	Zasebni REIT-i
Splošen opis	REIT-i, ki poročajo SEC (US Security and Exchange Commission, to je komisija, ki je skupna za vse borze vrednostnih papirjev v ZDA) in katerih delnice kotirajo na nacionalnih borzah vrednostnih papirjev.	REIT-i, ki poročajo SEC (US Security and Exchange Commission), vendar njihove delnice NE kotirajo na nacionalnih borzah vrednostnih papirjev.	REIT-i, ki NE poročajo SEC (US Security and Exchange Commission), in njihove delnice NE kotirajo na nacionalnih borzah vrednostnih papirjev.
Likvidnost	Delnice kotirajo na borzah vrednostnih papirjev, kjer se z njimi trguje in so temu ustrezno likvidne.	Z delnicami se NE trguje na trgu vrednostnih papirjev. Programi odkupa delnic so pri posameznih družbah različni in so omejeni. Navadno obstaja minimalno obdobje potrebnega lastništva delnic. Izstop je pogosto izveden po likvidaciji (navadno 10 let) ali po vstopu na borzo vrednostnih papirjev.	Z delnicami se NE trguje na trgu vrednostnih papirjev. Možnosti in pogoji odkupa delnic so pri družbah različni in so navadno omejeni.
Transakcijski stroški	Stroški borznega posrednika znašajo navadno med 20 USD in 150 USD na izveden posel trgovanja. Investicijska banka prejme od 2 do 7-odstotno provizijo, da jamči za ponudbo. Stroški ponudbe so različni glede na velikost posla.	Za vsako delnico, kupljeno od REIT-a, se 10-15 odstotkov bruto vrednosti nameni borznim posrednikom, za kritje stroškov ponudbe in za storitve svetovanja (navedeni stroški se razdelijo med vključene stranke trgovanja z delnicami REIT-ov).	So zelo različne po družbah.
Poslovodstvo	Svetovalci in poslovodstvo so navadno zaposleni v podjetju.	Svetovalci in poslovodstvo so navadno zunanji sodelavci.	Svetovalci in poslovodstvo so navadno zunanji sodelavci.
Minimalni znesek investiranja	Ena delnica.	Navadno znesek med 1.000 USD in 2.500 USD.	Navadno znesek med 1.000 USD in 25.000 USD; v zasebnih REIT-ih, ki so ustanovljeni za institucionalne investitorje, je navadno zahtevan mnogo višji znesek.
Neodvisnost poslovodij (angl. directors)	Nova pravila na borzah vrednostnih papirjev zahtevajo, da je večina poslovodij v družbi neodvisna od upravnega odbora. Nova pravila na borzah NYSE in NASDAQ zahtevajo popolnoma neodvisno revidiranje ter komisijo za imenovanje in menjavo vodstvenih kadrov.	Pravila določa organizacija NASAA (North American Securities Administrators Association). Določeno je, da upravni odbor (angl. board of directors) večinoma sestavljajo neodvisni poslovodje (angl. independent directors).	Ni zahtev.
Kontrola s strani investorjev	Investitorji volijo direktorje.	Investitorji volijo direktorje.	Investitorji volijo direktorje.
Vodenje in upravljanje (Corporate Governance)	Na področju vodenja in upravljanja je potrebno upoštevati posebna pravila, ki jih predpiše borza vrednostnih papirjev.	Pravila predpiše posamezna država znotraj ZDA in organizacija NASAA (North American Securities Administrators Association).	Ni zahtev.
Obveznost poročanja	Zahtevano je redno poročanje o poslovanju investitorjem, vključno z revidiranimi četrtletnimi in letnimi računovodskimi izkazi in z ustreznim poročanjem SEC.	Zahtevano je redno poročanje SEC-u (US Security and Exchange Commission), vključno s četrtletnimi in letnimi računovodskimi izkazi.	Ni zahtev.
Merjenje uspešnosti poslovanja	O poslovanju REIT-ov je za širšo javnost dostopnih mnogo raziskav in poročil analitikov.	Neodvisnih poročil o poslovanju REIT-ov ni na razpolago.	Neodvisnih in javnih poročil o poslovanju REIT-ov ni na razpolago.

Vir: Characteristics of Publicly Traded REITs, Non-Exchange Traded REIT-s and Private REITs, 2008

Razvoj obsega poslovanja REIT-ov v ZDA kaže grafikon št. 1, kjer je razvidna rast tržne kapitalizacije premoženjskih in hipotekarnih REIT-ov.

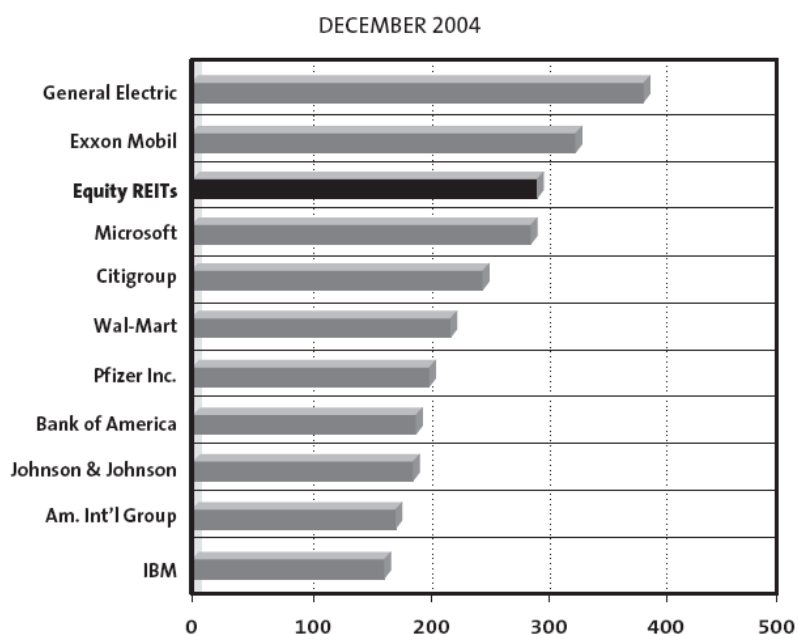
Grafikon 1: Tržna kapitalizacija REIT-ov, ki kotirajo na borzah v ZDA



Vir: Block, 2006, str. 119

Kakšen obseg na ameriškem trgu vrednostnih papirjev predstavljajo premoženjski REIT-i, nam kaže grafikon št. 2, kjer je razvidna tržna kapitalizacija REIT-ov v primerjavi z izbranimi družbami, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev v ZDA.

Grafikon 2: Tržna kapitalizacija REIT-ov v primerjavi z izbranimi družbami (v milijardah USD)



Vir: Block, 2006, str. 280

1.2 Nemčija

V Nemčiji REIT-i predstavljajo eno izmed oblik nepremičninskih skladov, ki jih delijo v več kategorij:

- ❖ odprti nepremičninski skladi (nem. Offener Immobilienfonds): to so investicijski skladi, kjer se investicijski vložek lahko vplača ali izplača kadarkoli. Odprti nepremičninski sklad ima hkrati veliko število lastnikov in investira v veliko število nepremičnin;
- ❖ zaprti nepremičninski skladi (nem. Geschlossene Immobilienfonds): investicija v finančno naložbo je možna le v določenem časovnem obdobju. Navadno gre pri tovrstnem skladu za investicijo v en sam projekt. Naknadna vplačila in izplačila v sklad niso možna;
- ❖ REIT: je kapitalska delniška družba, ki v večini primerov kotira na borzi vrednostnih papirjev. Njena glavna dejavnost je povezana z investiranjem v nepremičnine. Če družba 90 odstotkov dobička izplača v obliki dividend, je oproščena plačila davka od dohodka (dobička) pravnih oseb;
- ❖ specialni nepremičninski skladi (nem. Immobilien-Spezialfonds): ti skladi so namenjeni posebnim skupinam investorjev.

Nemška zakonodaja je s 1. januarjem 2007 uzakonila REIT-e. Glavni vzroki za uzakonitev so bili, da bi zmanjšali delež lastnih nepremičnin v podjetjih. Lastne nepremičnine v nemških podjetjih predstavljajo okoli 70 odstotkov vseh nepremičnin podjetja, v ZDA pa je ta delež okoli 30 odstotkov. Poleg tega v klasičnem nemškem podjetju pri prodaji nepremičnin pride do obdavčenja dobičkov, ko je prodajna vrednost nepremičnine višja od knjigovodske, kar v družbi, ki deluje kot REIT, ni prisotno. Nadalje je pomembno, da REIT-i delujejo na borzi vrednostnih papirjev, kar omogoča združitev manjših investorjev, večjo transparentnost poslovanja, itd. Glavna razlika med odprtimi nepremičninskimi skladi ter REIT-i je v načinu doseganja donosa – v REIT-ih sta to dividenda in potencialna rast vrednosti delnice, pri odprtem nepremičninskem skladu pa rast vrednosti točke premoženja. Odprti in zaprti nepremičninski sklad pa se razlikujeta po načinu vplačila in prodaje točk premoženja: pri odprtem nepremičninskem skladu se število točk spreminja glede na dnevno stanje vplačil in izplačil lastnikom točk, pri zaprtem pa je stanje točk fiksno in prodajalec lahko proda točke le drugemu investitorju. (Wikipedia, 6. maj 2008)

Področja delovanja nemških REIT-ov so predvsem pridobitev (nem. der Erwerb) in vzdrževanje (nem. die Bestandshaltung) nepremičnin ter prodaja gospodarsko izrabljenih nepremičnin. Nepremičnine, s katerimi se REIT-i ukvarjajo, so večinoma industrijski objekti, poslovni prostori, trgovski in logistični centri. (Fair value REIT, 6. maj 2008)

1.3 Velika Britanija

Velika Britanija je pri sprejemanju zakonodaje precej sledila zgledu ZDA, nekaj razlik pa se nanaša predvsem na kriterije uveljavljanja davčnih ugodnosti, poleg tega v Veliki Britaniji REIT ne more obstajati, če ni uvrščen na eno izmed borz vrednostnih papirjev. (Stevenson, 2006, str. 38)

Na enem največjih evropskih nepremičninskih trgov – v Veliki Britaniji – so REIT-e uzakonili s 1. januarjem 2007. Devet največjih nepremičninskih družb se je takoj preoblikovalo v REIT, pet ostalih je sledilo spremembi do konca leta 2007. Pričakovanja glede še večjega razcveta na trgu nepremičnin pa v Veliki Britaniji v prvem letu delovanja niso bila uresničena. Medtem, ko je drugje po svetu pričakovan donos v obliki izplačila dividende okoli 4-odstoten, so v Veliki Britaniji ponudili le okoli 2,5-odstotni donos v obliki izplačila dividend, kar seveda ni pritegnilo vlagateljev v tolikšni meri, kot je bilo pričakovati pred uvedbo REIT-ov. Boljše poslovanje tako pričakujejo v naslednjih obdobjih. (Marino, 2007)

1.4 Hrvaška

Na Hrvaškem zakonodaje o REIT-ih ni, obstajajo pa nepremičninski skladi (hrvaško: nekretninski fondovi), ki delujejo v okviru zakonodaje, sprejete za investicijske sklade. (Jadran Kapital d.d., 06. maj 2008)

1.5 Slovenija

V Sloveniji trenutno zakonodaje na področju nepremičninskih skladov in REIT-ov ni. Obstajajo investicijski skladi, ki so opredeljeni v Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

Investicijski skladi so finančni posredniki, katerih edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Premoženje investicijskega sklada je razdeljeno na enake enote, investicijske kupone, ki so v lasti vlagateljev. Investicijski skladi omogočajo združevanje malih vlagateljev in doseganje višjih ekonomskih koristi, kot bi jih sicer sami dosegli zaradi svoje majhnosti (Bodie et al., 2002, str. 104).

Najbolj razširjeni med vsemi oblikami investicijskih skladov so odprti investicijski skladi, za katere se je uveljavilo tudi splošno poimenovanje vzajemni skladi (angl. mutual funds). Za njih velja, da število izdanih delnic ni omejeno, kar pomeni, da vsakdo, ki želi v določen vzajemni sklad naložiti svoje premoženje, lahko tudi dobi njegovo delnico, in sicer po dnevni tržni vrednosti enote premoženja sklada. Po tej vrednosti so vzajemni skladi tudi dolžni od vlagateljev kadarkoli odkupovati njihove delnice. (Pirtovšek, 2003, str. 4)

Zaprti investicijski skladi ponujajo delnice le določeno vpisno obdobje, to je med primarno izdajo, število izdanih delnic pa je določeno ob izdaji. Delnice je naknadno mogoče kupiti in prodati na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, kjer jih vlagatelj lahko kupi ali proda drugemu zainteresiranemu vlagatelju (Fabozzi, Modigliani, 1996, str. 110).

Investicijski skladi prodajajo in odkupujejo delnice po tržni ceni, ki se izračuna kot čista vrednost sredstev (angl. net asset value). Ta odraža vrednost vseh sredstev sklada po tržni ceni, zmanjšani za

tržno vrednost obveznosti sklada. Na podlagi tako izračunane čiste vrednosti sredstev, ki v bistvu odraža likvidacijsko vrednost premoženja sklada (Livingston, 1990, str. 88), lahko vsak vlagatelj ugotovi, koliko je vreden njegov delež premoženja v investicijskem skladu, za odprte vzajemne sklade pa je to tudi cena, po kateri prodajajo in odkupujejo delnice ali enote premoženja.

Odprti in zaprti investicijski skladi se ne razlikujejo po načinu upravljanja premoženja, oboji namreč ponujajo možnost vlagateljem razpršiti svoje premoženje. Razlika med obema vrstama skladov je v načinu vlaganja oziroma nakupa delnic sklada. (Brdar Turk, 2005, str. 8)

2 DONOSNOST IN TVEGANJE

Donosnost in tveganje sta ključna elementa, ki ju investitor prouči, ko se odloča za investiranje sredstev v finančno naložbo. Donos ob danem tveganju je kazalnik, ki ga navadno težko izmerimo numerično, zato je pomembno, da je vlagatelj seznanjen z možnostmi, ki se mu pri dani finančni naložbi lahko zgodijo.

2.1 Donosnost

Donosnost opredelimo kot razmerje med denarnim donosom in ceno naložbe (Mramor, 1999, str. 25). Donos lahko definiramo kot denarno izražen uspeh investiranja (Berk, 2001, str. 58).

Donosnost naložb je sestavljena iz obresti ali dividende in iz kapitalskega dobička. V realnosti se običajno cena naložbe stalno spreminja, zato je navadno glavni faktor donosnosti sprememba med nakupno in prodajno ceno naložbe. Obresti in dividende so izplačane v denarju, višja tržna vrednost naložbe pa za investitorja ne pomeni nujno prejetega izplačila v denarju. Pri izračunu donosnosti moramo upoštevati, da je kapitalski dobiček realiziran šele, ko naložbo prodamo (Macrae, 1997, str. 13-15).

2.1.1 Kazalniki donosnosti in uspešnosti poslovanja REIT-ov

Ker so REIT-i delniške družbe ali njim podobne pravne oblike, je za investitorja eden glavnih kriterijev ugotavljanja donosnosti naložbe poleg višine izplačanih dividend tudi potencialna rast vrednosti delnice REIT-a. Poleg teh osnovnih kriterijev pa investitorje zanima tudi poslovanje REIT-a, torej kazalniki, ki kažejo kvaliteto poslovanja takšne delniške družbe. Ker so po državah pogledi na tem področju dokaj različni, so v nadaljevanju predstavljeni ameriški, nemški in britanski vidik ocenjevanja donosnosti in kvalitete poslovanja REIT-a.

2.1.1.1 ZDA

Block (2006, str. 140-169) opisuje več pomembnih kazalnikov, ki se uporabljajo pri ocenjevanju kvalitete poslovanja REIT-a v ZDA. Med najpomembnejšimi je rast vrednosti podjetja. Možnosti, kako vrednotiti povečevanje vrednosti podjetja, je veliko, ena najpogostejše uporabljenih pa je s pomočjo ustvarjenega dobička in denarnih tokov. Zaenkrat je v ZDA to edina metoda, ki je v skladu z računovodskimi pravili, saj morajo biti sredstva v bilanci stanja vrednotena po nabavni vrednosti – na podlagi stroškov (angl. historical cost), zmanjšanih za amortizacijo, ne pa po trenutni tržni ceni (angl. current fair market value). Posledično so rastoči dobički glavno merilo za oblikovanje vrednosti delnice podjetja. Postopno rastoči dobički kažejo na to, da REIT ustvarja večje prihodke iz naslova nepremičnin, poleg tega pa lahko kažejo na to, da je družba izvedla ugodne pridobitve nepremičnin. Nadalje, višji dobički so navadno znanilec rasti dividend. Če povzamemo, rastoči dobički pomenijo višjo ceno delnice, povečano vrednost dividend in višjo vrednost sredstev.

Investitorji pri običajnih delnicah kot ključni kazalnik dobičkonosnosti uporabljajo čisti dobiček na vloženi kapital, pri REIT-ih pa je ta kazalnik FFO (angl. *Funds from Operations*), kar je prilagojena oblika izkazanega dobička, kar prikazujemo v nadaljevanju. Razlog za uporabo kazalnika FFO je v tem, da je amortizacija v računovodstvu vedno upoštevana kot strošek, v realnosti pa večina nepremičnin v letih ohranja ali celo pridobiva na vrednosti. To je posledica naraščajoče vrednosti zemljišč, rahlega povečevanja najemnin, nadgradnje nepremičnin in višjih stroškov gradnje novih ekvivalentnih nepremičnin. Tako v REIT-ih uporaba kazalnika FFO omogoča delno korekcijo nepravilnosti zaradi amortizacije. V zgodovini je bil kazalnik FFO definiran zelo različno, leta 1999 pa je organizacija NAREIT standardizirala izračun FFO:

FFO (angl. *funds from operations*) = čisti dobiček v skladu z US GAAP minus dobiček ali izguba pri prodaji nepremičnin plus amortizacija in prevrednotenje nepremičnin plus prilagoditev zaradi nekonsolidiranih partnerskih povezav.

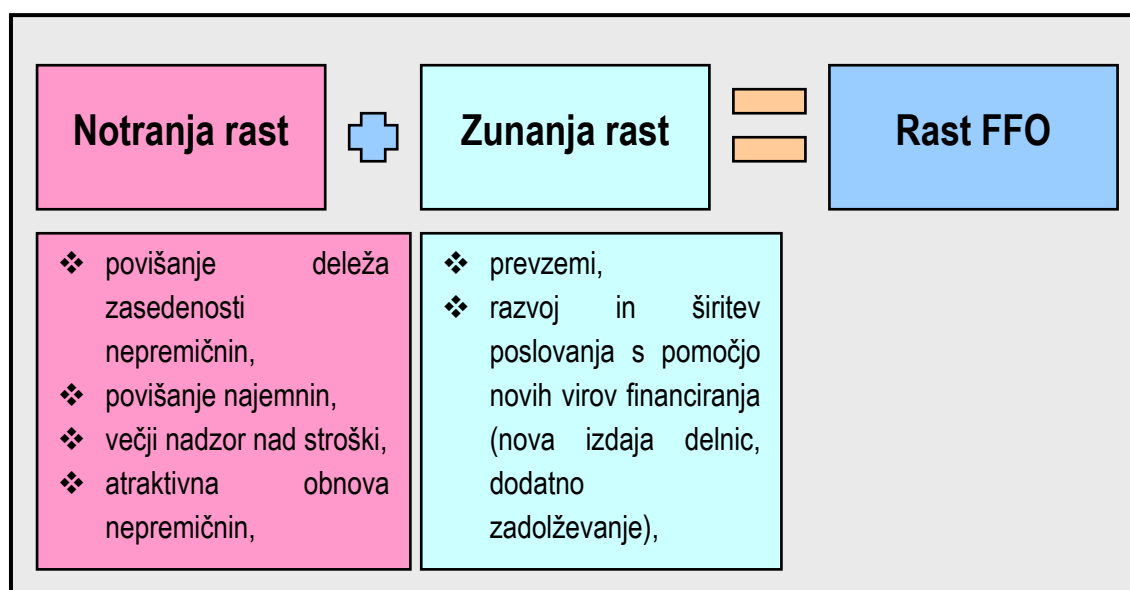
Poleg kazalnika FFO se je pokazala potreba še po enem kazalniku, saj FFO ne upošteva vseh motečih dejavnikov. V ta namen se je oblikoval kazalnik AFFO (angl. *Adjusted Funds from Operations*):

AFFO (angl. *Adjusted Funds from Operations*) = FFO minus tekoče investicije minus amortizacija vlaganj najemnikov minus amortizacija stroškov financiranja minus prilagoditev za uskladitev najemnin (angl. adjustment for rent straight-lining).

Uporaba kazalnikov FFO in AFFO omogoča investitorjem oceniti razpoložljivi denarni tok, popravljen za amortizacijo.

Rast kazalnikov FFO in AFFO je v posameznem REIT-u mogoč na dva načina: zunanja rast s prevzemi, razvojem in s skupnimi podvigi (angl. *Joint Venture*) ter notranja rast s pomočjo izboljšanja dobičkonosnosti obstoječih sredstev. Rast kazalnika FFO prikazujemo v sliki 1.

Slika 1: Rast kazalnika FFO



Vir: Block, 2006, str. 148

Poleg teh dveh ključnih kazalnikov ameriški analitiki pogosto uporabljajo kazalnik NAV (angl. *Net Asset Value*). Obstaja več nadgraditev kazalnika, ki ju prikazujemo v nadaljevanju.

NAV/delnico (angl. *Net Asset Value per Share*) = (sredstva podjetja minus dolgovi podjetja) / število delnic.

Kazalnik NAV se uporabi tudi v izpeljanem kazalniku **PNAV** (Price-to-Net Asset Value), ki daje novo informacijo, povezano z oceno donosnosti REIT-ov. Anderson in Springler (2003, str. 17-28) sta v raziskavi vpeljala novo orodje, to je **relativno učinkovitost** REIT-ov, ki služi konstruiranju portfelja REIT-ov. Rezultati raziskave kažejo, da izbor REIT-ov v portfelju na podlagi relativne učinkovitosti in PNAV kazalnika daje visoke donose v prvem letu poslovanja, v večini primerov pa se ta trend nadaljuje tudi v drugem in tretjem letu.

2.1.1.2 Nemčija

V Nemčiji je najpogosteje uporabljen postopek ovrednotenja REIT-a diskontiran denarni tok, ki se tudi sicer pogosto uporablja v nepremičninski dejavnosti. Pri tem izračunu se ugotovi čista vrednost prihodnjih denarnih tokov, ki se diskontira z ustrezno zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala. Denarni tokovi so pri tem sestavljeni iz donosov najemnin, pri zakupu in/ali prodaji realizirane povečane vrednosti nepremičnin in iz naslova storitev, kot je npr. upravljanje nepremičnin.

Postopek vrednotenja delnic v nepremičninski dejavnosti je tudi v Nemčiji NAV (angl. *Net Asset Value*), kjer izračunavajo neto vrednost sredstev podjetja na naslednji način:

NAV (angl. *Net Asset Value*) = tržna vrednost sredstev minus tržna vrednost dolgov (nem. das Fremdkapital) podjetja.

V kolikor se pri prodaji nepremičnin odkrijejo skrite rezerve (nem. stille Reserven), se v bilanci stanja oblikujejo odloženi davki (nem. latente Steuern). Po odbitku odloženih davkov, ki se diskontirajo v določenem obdobju, dobimo NAV po davkih (nem. Nachsteuer-NAV). V praksi se uporablja izraz NNAV.

NNAV = NAV minus diskontirani odloženi davki.

Poleg navedenih dveh kazalnikov in kazalnika FFO v Nemčiji uporabljajo še ostale kazalnike za ovrednotenje kvalitete poslovanja in donosnosti REIT-ov:

- ❖ **multiplikator EBITDA** = (tržna vrednost dolžniškega kapitala plus tržna kapitalizacija minus likvidna sredstva) / EBITDA,
 - ❖ **EPS** (angl. Earnings per Share) = čisti dobiček / število delnic,
 - ❖ **dividendni donos** = znesek izplačanih dividend / tržna kapitalizacija in
 - ❖ **ROA** (angl. Return on Assets) = dobiček pred obrestmi / vrednost premoženja.
- (FAQ-Katalog REITs, 2007, str. 3-4)

2.1.1.3 Velika Britanija

V Veliki Britaniji Husband in Hatton (2006, str. 5) navajata pet ključnih kazalnikov za analiziranje UK REIT-ov:

- ❖ EBITDA iz najemnin / neto zaračunane obresti (vključno z obrestmi kapitala),
- ❖ dolg / sredstva (pri čemer se za nepremičnine upošteva tržna vrednost),
- ❖ neto finančni vzvod = neto dolg / delniški kapital,
- ❖ denarni tok / neto dobiček iz najemnin in
- ❖ neobremenjena lastniška sredstva (brez razvojnega dela) / nezavarovani dolg.

2.1.1.4 Kazalniki, ki jih uporablja organizacija EPRA

Organizacija EPRA opredeljuje več kazalnikov donosnosti in uspešnosti poslovanja nepremičninskih podjetij, kar je posledica vpeljave MSRP in s tem spremenjenega računovodskega poročanja. Mednarodni standardi računovodskega poročanja so namreč pomembno vplivali na poročanje o ustvarjenih dobičkih in vrednosti neto sredstev v nepremičninskih podjetjih, zato je EPRA v korist enotnih meril, pomembnih predvsem za investitorje, opredelila naslednje kazalnike:

- ❖ EPS (angl. Earnings per Share, slo. dobiček na delnico),
- ❖ NAV (angl. Net Asset Value, slo. neto vrednost sredstev) in
- ❖ Trojni NAV (angl. Triple net asset value).

Razdeljen EPRA EPS (angl. diluted EPRA EPS) predstavlja dobiček iz opravljanja osnovne dejavnosti. Zato izključuje prevrednotovalne izide in ustvarjen rezultat na podlagi prodaje nepremičnin. Razdeljen EPRA EPS bi tako moral izražati dejanski poslovni model podjetja, ki deluje kot nepremičninsko investicijsko podjetje. V kolikor se nepremičninsko podjetje kot del osnovnega posla ukvarja tudi z nakupom in prodajo nepremičnin, morajo ustrezni rezultati ostati vključeni v izračun. Prilagoditve pri izračunu oslabiljenega EPRA EPS so sledeči:

- ❖ prevrednotenje naložbenih nepremičnin (angl. investment properties), naložbenih nepremičnin v gradnji in ostalih podobnih naložbenih projektov,
- ❖ dobiček ali izguba pri prodaji naložbenih nepremičnin, naložbenih nepremičnin v gradnji in ostalih kratkoročnih in nekratkoročnih naložbenih projektov,
- ❖ davek na dobiček ali izgubo pri prodaji nepremičnin,
- ❖ negativno dobro ime (angl. negative goodwill), oslabitev dobrega imena (angl. goodwill impairment),
- ❖ sprememba poštene vrednosti finančnih instrumentov,
- ❖ odloženi davki in
- ❖ manjšinski delež vseh zgoraj navedenih kategorij.

Razdeljen EPRA NAV (angl. diluted EPRA NAV) predstavlja pošteno vrednost kapitala (angl. Equity). Postavke, ki na dolgi rok poslovanja družbe nimajo vpliva kot npr. poštena vrednost izpeljanih instrumentov (angl. derivatives) in odloženi davki za pošteno vrednost nepremičnin, so zato izključene. Oslabljen EPRA NAV se izračuna kot NAV na podlagi računovodskih izkazov, povečan za učinek izvršbe opcij, zamenjav (angl. convertibles) in ostalih instrumentov na podlagi lastniškega kapitala ter prevrednotenja naložbenih nepremičnin (če se uporablja MRS 40), upošteva se razlika med knjigovodsko in pošteno vrednostjo naložbenih nepremičnin v gradnji, prevrednotenje ostalih nekratkoročnih investicij, upošteva se razlika med terjatvami iz naslova finančnega najema v bilanci stanja po amortizirljivih stroških in pošteno vrednostjo terjatev iz naslova finančnega najema, razlika med stroškovno vrednostjo nepremičnin namenjenih trgovanju (MRS 2) in pošteno vrednostjo nepremičnin namenjenih trgovanju, poleg tega se upošteva še neto vrednost izpeljanih sredstev in obveznosti, navedenih v bilanci stanja, odloženi davki (neto vrednost sredstev in obveznosti) in dobro ime kot posledica odloženih davkov.

Razdeljen EPRA NNAV (angl. diluted EPRA NNAV) predstavlja pošteno vrednost lastniškega kapitala in vključuje prilagoditve na pošteno vrednost za vse materialne postavke v bilanci stanja, ki v bilanci stanja po MSRP niso navedene po poštenu vrednosti kot del NAV. Izračun oslabiljenega EPRA NNAV je enak oslabiljenemu EPRA NAV, popravljenemu za:

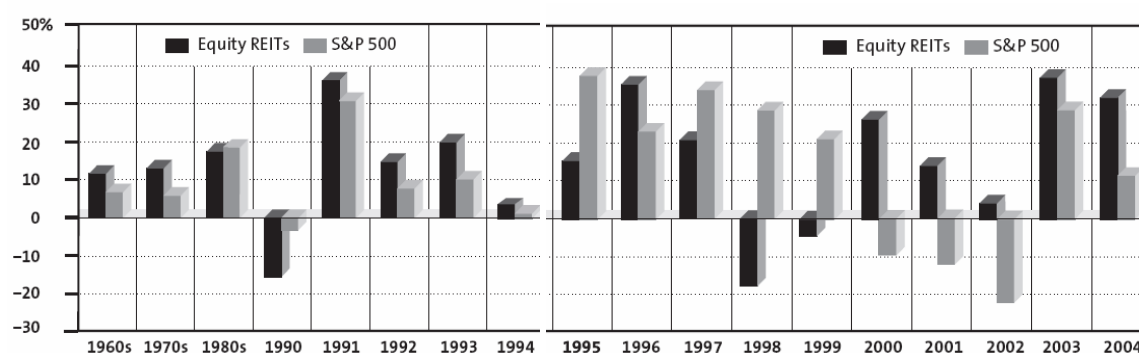
- ❖ pošteno vrednost finančnih instrumentov,
- ❖ pošteno vrednost dolga (razlika med obrestmi prejetih in danih posojil, ki so v bilanci stanja prikazani po amortizirljivih stroških, in njihovo pošteno vrednostjo) in za
- ❖ odložene davke (razlika do poštene vrednosti, ocenjene na podlagi vrednosti na trgu).

(EPRA, 2008, str. 35-39)

2.1.2 Donosnost in uspešnost poslovanja REIT-ov v preteklosti

Največ zgodovinskih podatkov o poslovanju REIT-ov najdemo v ZDA, kjer je tradicija dolga že skoraj pol stoletja. V številnih vzponih in padcih v zgodovini poslovanja REIT-ov so avtorji analizirali številna obdobja in področja v okviru poslovanja REIT-ov. V grafikonu 3 podajamo najbolj splošen pokazatelj donosnosti premoženjskih REIT-ov z vidika investitorjev. Celotni letni donos, ki je sestavljen iz dividende in rasti vrednosti delnice, je primerjan z donosnostjo 500 največjih družb v ZDA, ki jih združuje indeks S&P 500, in sicer vse od uvedbe REIT-ov pa do leta 2004. V nadaljevanju navajamo ugotovitve številnih raziskav s področja delovanja REIT-ov.

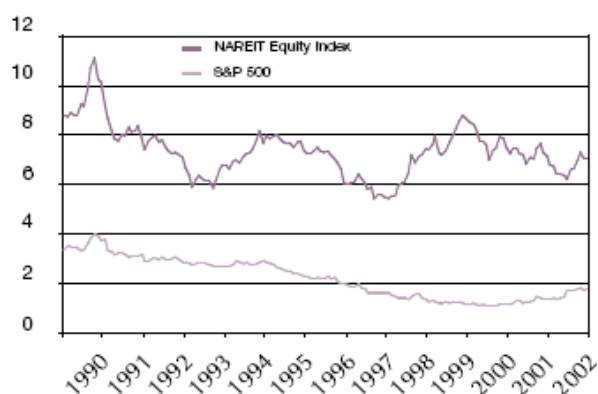
Grafikon 3: Celotni letni donos naložbenih REIT-ov v primerjavi s S&P 500



Vir: Block, 2006, str. 124-125

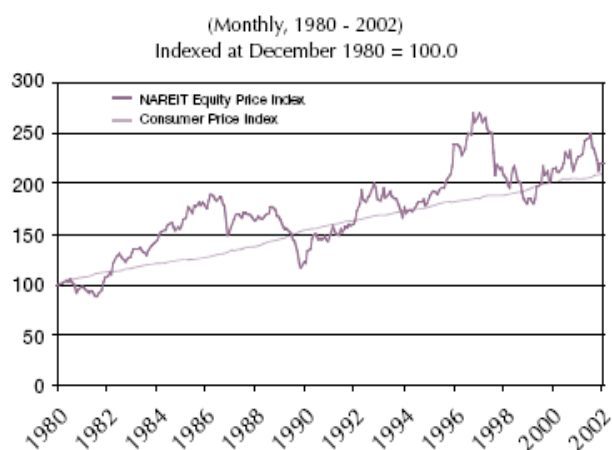
Organizacija NAREIT (NAREIT, 2003, str. 4) poroča o donosnosti REIT-ov v ZDA v zadnjih dvajsetih letih. REIT-i nudijo konkurenčne dolgoročne donose, ki so komplementarni drugim delnicam in obveznicam. Ker morajo v ZDA REIT-i delničarjem v obliki dividend razdeliti najmanj 90 odstotkov čistega dobička, je dividendni donos pomembno višji kot pri ostalih kapitalskih naložbah, poleg tega je to stalen vir dohodka v različnih pogojih na trgu vrednostnih papirjev. Približno ena tretjina celotnega donosa naložbe v REIT v zadnjih dvajsetih letih je nastalo na podlagi stalne, dolgoročne rasti vrednosti delnic. Rast vrednosti delnic je navadno sledila indeksu rasti cen življenjskih potrebščin (angl. Consumer Price Index), kar je zaščitilo investitorje pred izgubo vrednosti naložbe zaradi inflacije. V grafikonih v nadaljevanju je razvidno, kako se je gibal dividendni donos (grafikon 4) in kako cena delnic REIT-ov (grafikon 5) glede na ostale vrednostne papirje.

Grafikon 4: Dividendni donos REIT-ov v primerjavi z dividendnim donosom S&P 500



Vir: NAREIT, 2003, str. 4

Grafikon 5: Indeks delnic REIT-ov v primerjavi z indeksom CPI



Vir: NAREIT, 2003, str. 4

Atraktivnost vključevanja REIT-ov v portfelj finančnih naložb za obdobje 1984-2002 sta proučevala Lee in Stevenson (2005, str. 55-80). V raziskavi za področje ZDA sta ugotovila, da se tveganje portfelja uravnoteži, donos finančnih naložb pa s tem postane stabilen. Rezultati kažejo, da vključenost REIT-ov v portfelj povečuje prednosti razpršitve tveganja. Nadalje, te prednosti razpršitve so večje v daljšem časovnem obdobju, kar pomeni, da je naložba v REIT še bolj stabilna na dolgi rok. Ugotovila sta tudi, da se prednosti vključitve REIT-ov v portfelj finančnih naložb kažejo v tem, da se zmanjša tveganje in hkrati poveča donosnost. Dodajata, da so REIT-i vmesna pot med sektorjema s fiksnim in gibljivim donosom, hkrati pa se tako tveganje kot donos naložbe nahajata med povprečjem pri delnicah na eni strani in pri obveznicah na drugi strani.

V letu 1998 sta Liang in McIntosh (1998, str. 69-78) na podlagi raziskave ugotavljala, kako se giblje donosnost REIT-ov v obdobju 1984-1997. Donosnost vseh vrst REIT-ov v ZDA (premoženjskih, hipotekarnih in hibridnih) sta primerjala z borznimi indeksi velikih, srednjih in malih podjetij ter z obveznicami in z zakladnimi menicami. Ugotovila sta, da imajo vsi REIT-i in premoženjski REIT-i

izredno stabilne značilnosti v celotnem obdobju: obnašajo se podobno kot portfelj naložb s 40 odstotki delnic malih podjetij (angl. small capitalisation stock) in s 60 odstotki obveznic in zakladnih menic. Obnašanje hipotekarnih REIT-ov je bilo bolj samosvoje. Ugotovila sta tudi, da so vsi REIT-i in hipotekarni REIT-i, ki so bili v začetku poslovanja neuspešni, kasneje postali uspešni. Pri analizi sta uporabila Sharpov model za analiziranje poslovanja vzajemnih skladov, ki sta ga prilagodila nepremičninskemu trgu.

Investitorji pogosto iščejo usmeritve in nasvete za povečanje donosnosti svoje investicije in za zmanjšanje stroškov, povezanih s finančno naložbo. Ker ni univerzalne uspešne strategije investiranja, raziskovalci iščejo vedno nove strategije, ki bi dale želene rezultate. Salter (2006, str. 201-207) je v ta namen proučeval dve strategiji, katera od njiju se je v letih 1995 do 2005 bolje obnesla pri izbiri naložb v REIT-e, in sicer na eni strani naivna strategija, ki temelji na instinktu vlagatelja, in na drugi, znanstvena strategija. V praksi se navadno bolj uporablja t.i. naivna strategija, v akademskih vrstah pa se pogosteje uporablja znanstvena strategija, kot je npr. Markowitzeva optimizacija. V svoji raziskavi zaključuje, da so v tem obdobju za napovedovanje donosnosti oziroma za izbor investicije boljše znanstvene strategije, in sicer uporaba strategije najboljšega izvršitelja (angl. Best Performer), uravnotežena strategija (angl. Equal Weighting), strategija stohastične dominance (angl. Stochastic Dominance) in strategija Markowitzeve optimizacije.

Kako struktura posloводства vpliva na uspešnost poslovanja REIT-ov, so raziskovali Feng, Ghosh in Sirmans (2005, str. 281-293). Rezultati kažejo, da so uspešnejši REIT-i z manjšim številom članov upravnega odbora, kjer je večina poslovdij zunanjih sodelavcev. Takšen upravni odbor je bolj učinkovit pri nadzoru in uvajanju boljšega poslovanja. V podjetjih, kjer uprava upošteva vlogo posloводства in ne prevladuje moč in vpliv uprave, ni izkazane spremembe na kvaliteto poslovanja. V raziskavi zaključujejo, da vpliv posloводства na poslovanje ni edini, da vplivajo tudi nadomestljivost posloводства, lastništvo in drugo.

Mooradian in Yang (2001, str. 79-87) sta raziskovala, katere so razlike pri poslovanju hotelskih REIT-ov in hotelskih družb, ki niso REIT-i in ali na to vpliva razpoložljivi denarni tok. Glede na to, da morajo REIT-i v ZDA razdeliti najmanj 90 odstotkov čistega dobička, je pričakovano, da hotelski REIT-i zadržijo mnogo manj dobička, ki ga lahko ponovno investirajo, glede na hotelske družbe, ki niso REIT-i. Proučevala sta tudi, ali REIT status vpliva na poslovanje družbe, še posebej, kakšen je odziv na previsoko stopnjo investiranja. V preteklosti je bilo namreč ugotovljeno, da REIT-i relativno enostavno zberejo finančna sredstva za nove investicije in se lahko zgodi, da REIT raste prehitro, kar se je v ZDA zgodilo v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Vendar, REIT-i morajo za svojo rast zbrati zunanje vire za nove naložbe. Ker praviloma trg pokaže pravo mero stopnje investiranja, bi iz tega lahko sklepali, da REIT-i investirajo v tolikšni meri, kot so velike potrebe na trgu, saj sicer ne morejo zbrati dovolj svežega kapitala. V raziskavi za obdobje 1993-1999 sta tako Mooradian in Yang ugotovila, da so hotelske družbe, ki niso REIT-i mnogo bolj zadolžene in plačujejo mnogo nižje dividende kot hotelski REIT-i. Poleg tega je za hotelske družbe, ki niso REIT-i, značilno, da pred in po izplačilu dividend zadržijo mnogo več prostega denarnega toka, kar jim omogoča nove investicije.

2.2 Tveganje

2.2.1 Splošno o tveganju

Pri uporabi finančnih instrumentov, katerih glavni namen je doseganje donosa, se vlagatelj srečuje z določenimi tveganji. Med njimi so tveganje spremembe obrestne mere, tržno tveganje, ki se nanaša na tveganje spremembe tržne cene vrednostnih papirjev, kreditno tveganje, ki se nanaša na tveganje kreditne sposobnosti izdajatelja vrednostnega papirja poplačati dolg iz tega naslova, tehnološko in operativno tveganje v zvezi s sodobnimi tehnologijami, ki jih danes uporabljamo v finančni industriji, tveganje spremembe deviznega tečaja za instrumente v tujih valutah, deželno tveganje, ki se nanaša na naložbe v tuje države, obsega pa med drugim tudi nepredvidljivo politično komponento, likvidnostno tveganje in tveganje plačilne nesposobnosti, kot jih naštevata Saunders in Milton Cornettova (2003, str. 138).

Santomero (1997, str. 8) razvršča tveganja v šest glavnih skupin: sistematsko ali tržno tveganje, kreditno tveganje, tveganje izpolnitve nasprotne stranke, likvidnostno tveganje, operativno tveganje in tveganje pravne narave. Morony in Morath (2002, str. 69) posebej opozarjata na fiduciarno tveganje, ki se nanaša na tveganje v zvezi z uporabo finančnega posrednika. Razčlenita ga na tržno, kreditno, likvidnostno in korporativno tveganje. Slednjega sestavljajo tveganje ugleda, zaposlenih, tveganje neupoštevanja predpisov, tveganje izbire poslovnih partnerjev (predvsem borznih posrednikov), tveganje cenovne politike in tveganje nadaljevanja poslovanja. Vsa ta tveganja vplivajo tudi eden na drugega in je zato njihovo uravnavanje toliko bolj pomembno.

Waggle in Agrawall (2006, str. 209-221) sta raziskovala, kateri dejavniki in koliko vplivajo na to, kakšen portfelj naložb bodo izbrali investitorji v REIT-e. Optimalno razpršene investicije omogočajo investitorjem maksimirati pričakovane donose ob dani stopnji tveganja ali minimizirati tveganje pri danem pričakovanem donosu. Ugotovila sta, da je pričakovan donos REIT-ov, relativno glede na pričakovan donos ostalih vrednostnih papirjev, mnogo bolj pomemben faktor kot ta, kakšen portfelj naložb v REIT-e investitor izbere. Avtorja zaključujeta, da je za investitorja najbolje, da izbere portfelj naložb, kjer so vključene tako naložbe v REIT-e kot naložbe v ostale vrednostne papirje.

Z vprašanjem, ali REIT-i investitorjem nudijo izjemen donos glede na tveganje, so se v raziskavi ukvarjali Najand, Lin in Fitzgerald (2006, str. 167-175). Z uporabo modela CAPM so pokazali, da so premoženjski REIT-i prekosili trg delniških vrednostnih papirjev s povprečno izjemno stopnjo letnega donosa v višini 2,25 odstotka z nizkim beta koeficientom, ki je v obdobju junij 1995 – december 2003 variiral okoli vrednosti 0,24.

2.2.2 Tveganje pri naložbi v REIT

Tveganja so v posameznih državah podobna, se pa v skladu z zakonodajo posamezne države nekoliko razlikujejo.

Za Združene države Amerike je značilno, da se na področju REIT-ov srečujemo z različnimi stopnjami tveganja, odvisno od tega ali kotirajo na borzi vrednostnih papirjev ali ne in ali gre za zasebne REIT-e ali ne. V primeru, ko ne kotirajo ali pa ko gre za zasebne REIT-e, je tveganje večje. Zakonodaja je namreč precej manj stroga v primerjavi z Veliko Britanijo ali Nemčijo, kjer morajo vsi REIT-i kotirati na borzi vrednostnih papirjev.

V ZDA družbe v prospektu, kjer je objavljena ponudba delnic, tveganju namenijo veliko informacij. Področja tveganja, ki jih REIT-i v prospektih navajajo, so predvsem naslednja:

- ❖ tveganje povezano z možnostjo prodaje kupljenih delnic: v ZDA ni obvezno, da REIT-i kotirajo na borzi vrednostnih papirjev. To je razlog, da je cena ob prodaji lahko drugačna od njene tržne vrednosti;
- ❖ tveganje visokih stroškov delovanja REIT-a: v ZDA veliko REIT-ov nima zaposlenih (izjema je posloводство REIT-a), zato večino storitev najema od zunanjih izvajalcev, kar lahko občutno zniža ustvarjeni dobiček in posledično donos vlagatelju;
- ❖ tveganje povezano z naložbeno politiko REIT-a: če REIT kupuje nepremičnine, ki imajo trenutno na trgu visoko ceno, se na dolgi rok lahko ustvari nižji donos zaradi potencialne izgube vrednosti nepremičnin;
- ❖ tveganje povezano z najetimi svetovalci: v primeru, da REIT nima svojih zaposlenih za opravljanje osnovne dejavnosti, se lahko zgodi, da poslovanje utрпи škodo v primeru, da se razmere z zunanjimi svetovalci zaostrijo ali prekinejo;
- ❖ tveganje povezano s hitrostjo zbiranja sredstev pri novi izdaji delnic: ko REIT-i zbirajo svež kapital za nove naložbe, se lahko pridobljena sredstva pridobijo neenakomerno glede na možnost nakupa nepremičnin, kar posledično lahko zmanjša potencialno dividendo in dolgoročni donos na delnico;
- ❖ tveganje povezano z nasprotjem interesov: v kolikor REIT posluje s pomočjo svetovalcev, le-ti svetujejo, kako naložiti sredstva, pri tem pa obstaja tveganje, da ne izberejo najbolj optimalne naložbe za REIT in posledično za investitorja;
- ❖ tveganje povezano s tradicijo poslovanja: napoved uspešnosti poslovanja REIT-a je boljše, če obstaja dovolj zgodovinskih podatkov. V kolikor je le-teh malo, je tveganje večje;
- ❖ tveganje povezano s statusom REIT-a: ameriški REIT lahko izgubi status REIT-a in s tem povezanih davčnih ugodnosti, v kolikor ne izpolni kriterijev, predpisanih za ugodno obdavčitev. Posledično je dobiček, ki je na razpolago za delitev dividend, ustrezno nižji.

(Wells REIT II Prospectus, 2007, str. 1, 22-43)

Poleg navedenih področij tveganj, jih lahko naštejemo še nekaj:

- ❖ tveganje povezano z višino dividend: vrednost izplačanih dividend ni zagotovljena, saj vnaprej ni mogoče predvideti dejanskih donosov. Poleg tega obstaja možnost, da poslovanje REIT-a ne povrne niti vloženih sredstev;
- ❖ tveganje povezano z novo izdajo delnic: ker REIT lahko izda nove delnice, se posledično lahko zmanjša vrednost dividende na delnico, saj je delnic več;
- ❖ tveganje povezano z nepremičninami: nepremičnine so podvržene visokemu tveganju sprememb cene na račun splošnih gospodarskih in tržnih razmer, sprememb v ponudbi in povpraševanju,

konkurenčnih nepremičnin na izbranem področju, sprememb na področju obrestnih mer, obdavčitve, okoljske zakonodaje in ostale regulative.

(http://hinesreit.myhines.com/reit/reit.portal?_nfpb=true&_pageLabel=page_hines_reit, 9. maj 2008)

Block (2006, str. 275-276) opredeli največji vzrok za tveganje kot posledico neustreznih odločitev posloводства. Primeri takšnih odločitev so najpogostejše:

- ❖ preplačilo nepremičnine in kasnejša prodaja z izgubo,
- ❖ prehitra širitev poslovanja in s tem povezano previsoko zadolževanje,
- ❖ nepravilna ocena težavnosti prevzema,
- ❖ širitev poslovanja na nova področja brez predhodne ustrezne raziskave,
- ❖ podajanje neustreznih informacij investitorjem, predvsem v zvezi s stroški upravljanja REIT-a,
- ❖ precenitev prihodnje rasti FFO,
- ❖ previsoke napovedi izplačila dividend ob pričakovanem FFO,
- ❖ investiranje v nove informacijske tehnologije, ki jih je kasneje potrebno odpisati, itd.

Poleg navedenih Block (2006, str. 283) omenja še ostale vrste tveganj. Investitorji v REIT se morajo zavedati tveganja, da se na trgu lahko pojavi presežek ponudbe razpoložljivih kapacitet za oddajanje v najem, lahko pride do povišanje obrestnih mer, kakor tudi do spremembe pri naložbah investitorjev. Gospodarska recesija se včasih kaže kot zmanjšanje trenutnega povpraševanja po prostih kapacitetah za najemanje, vendar je veliko bolj problematična previsoka ponudba kapacitet kot posledica preobsežne gradnje objektov. Visoke obrestne mere povzročajo tako dražje zadolževanje in posledično manjše povpraševanje, spremenijo se lahko tudi cene vrednostnih papirjev. Neprimerno vrednotene kategorije v bilanci stanja in konflikti interesov pri poslovodu lahko pomembno vplivajo na ceno delnice. Na dolgi rok investicija v REIT prinaša zelo dobre donose, na kratki rok pa lahko investitorje prizadenejo visoke izgube.

Fair Value (Fair Value Annual Report, 2007, str. 41-44) opisuje finančna tveganja, ki so povezana s poslovanjem s finančnimi instrumenti. Glavna tveganja so tako tveganje obrestne mere, tveganje zadolženosti in tveganje likvidnosti. Tveganja, povezana z investiranjem se pojavljajo pri izbiri ustreznih nepremičnin v REIT-u, prisotno je tveganje, da REIT ne posluje v skladu z napovedmi, poleg tega pa obstaja tveganje padca cen delnic REIT-a. Med ostalimi tveganji sta najbolj prisotna splošno gospodarsko tveganje in specifično tveganje nepremičninskega trga.

Tveganje REIT-ov v Veliki Britaniji je podobno kot v Nemčiji. Kljub temu v UK REIT-ih srečamo področja tveganja in hkrati priložnosti, ki jih drugje ne zasledimo.

V Veliki Britaniji zasledimo delitev tveganj v štiri skupine: strateško tveganje, korporacijsko tveganje, tveganje povezano z lastništvom nepremičnin in finančno tveganje. Strateško tveganje se pojavi, če se zgodijo spremembe na trgu nepremičnin, na podlagi katerih je potrebno ukrepati drugače, kot je načrtovano v strategiji. Korporacijsko tveganje je prisotno predvsem na področju upoštevanja zakonodajne regulative, na podlagi katere družba REIT lahko utрпи finančno škodo ali se ji zmanjša ugled. Tveganje, povezano z lastništvom nepremičnin se nanaša na morebitne zamude pri gradnji

objektov zaradi nesolventnosti izvajalcev in podizvajalcev del in na morebitne podražitve vhodnih materialov pri gradnji in obnovi nepremičnin. Največje finančno tveganje predstavlja nevarnost, da družba ne izpolnjuje zakonodajnih kriterijev, določenih za REIT, na podlagi katerih je deležna ugodnejše obdavčitve. (Derwent Annual Report, 3007, str. 37)

British Land REIT v svojem letnem poročilu (2007, str. 35) opredeljuje glavne priložnosti delovanja na trgu, ki so hkrati tudi glavna področja tveganj: povpraševanje po razpoložljivem prostoru s strani najemnikov, različna cenitev za prvovrstne lokacije in zgradbe, alternativna uporaba zgradb, zahtevan donos s strani vlagateljev v primerjavi z drugimi naložbenimi možnostmi, gospodarski cikli, vključno s kvaliteto pogodb z najemniki, obrestnimi merami, inflacijo in nihanjem tržne vrednosti nepremičnin, različna cena kapitala za financiranje poslovanja, zakonodajne spremembe, vključno z načrtovano obdavčitvijo ter cenitev zgradb in načrtovanje. Poleg navedenih tveganj, British Land navaja še zunanja poslovna tveganja, ki se nanašajo na trg nepremičnin, trg zadolževanja, razvoj, ugled podjetja in na zaposlene v podjetju.

3 RAČUNOVODSKE IN DAVČNE REŠITVE V DRUŽBAH REIT

Z vidika oblike poslovanja nepremičninskih investicijskih podjetij – REIT-ov v praksi se je potrebno soočiti z več temeljnimi področji delovanja takšnega podjetja. Med ključnimi področji delovanja bomo nekoliko podrobneje pregledali dve – računovodsko in davčno-zakonodajno, ki se uporabljata v različnih državah sveta. Na davčno-zakonodajnem področju bomo pregledali pomembnejše države po posameznih kontinentih, med računovodskimi rešitvami pa se bomo osredotočili na US GAAP, MSRP/MRS in SRS, in sicer za področja, povezana s poslovanjem z nepremičninami: opredmetena osnovna sredstva, naložbene nepremičnine in amortizacija.

3.1 Računovodske rešitve

3.1.1 Mednarodni računovodski standardi (MRS, MSRP)

Mednarodni računovodski standardi delijo sredstva podjetja na kratkoročne in nekratkoročne. V Mednarodnem računovodskem standardu 1 (MRS 1) je opredeljeno, da mora podjetje sredstva razvrstiti med kratkoročna sredstva, če je izpolnjeno eno od naslednjih meril:

- ❖ predvidoma bo udenarjeno ali pa namenjeno za prodajo ali porabo v normalnem poslovnem ciklu podjetja,
- ❖ zadržano je predvsem za trgovanje,
- ❖ predvidoma bo udenarjeno v roku dvanajstih mesecev od datuma bilance stanja ali
- ❖ je denarno sredstvo ali denarni ustreznik (v skladu z MRS 7 – Izkaz finančnega izida (finančnih tokov)), razen če ga je v obdobju najmanj 12 mesecev od datuma bilance stanja prepovedano zamenjati ali uporabiti za poravnavo dolga.

Vsa druga sredstva je treba razvrstiti med nekratkoročna. Nekratkoročna sredstva vključujejo opredmetena, neopredmetena in finančna sredstva dolgoročne narave.

Mednarodni računovodski standardi, ki obravnavajo poslovanje z nepremičninami, so:

- ❖ MRS 16 – Nepremičnine, naprave in oprema,
- ❖ MRS 17 – Najemi,
- ❖ MRS 36 – Oslabitev sredstev,
- ❖ MRS 40 – Naložbene nepremičnine.

MRS 16 opredeljuje, da se opredmeteno osnovno sredstvo, ki izpolnjuje pogoje za pripoznanje kot sredstvo, izmeri po svoji nabavni vrednosti (angl. historical cost). Posebnost je, da se nabavna vrednost opredmetenega osnovnega sredstva v lasti najemnika v okviru finančnega najema ugotavlja v skladu z MRS 17 – Najemi.

Nabavna vrednost sredstva je znesek denarnih sredstev ali denarnih ustreznikov ali pa poštena vrednost drugih nadomestil, plačana oziroma dana za pridobitev sredstva v času njegove nabave ali gradnje ali, kjer je primerno, znesek, pripisan k temu sredstvu ob začetnem pripoznanju v skladu s posebnimi zahtevami drugih MSRP, npr. MSRP 2 Plačilo z delnicami.

Nabavna vrednost opredmetenega osnovnega sredstva v skladu z MRS 16 (Mednarodni računovodski standardi, 2007, 16. člen) zajema:

- ❖ njegovo nakupno ceno, tudi uvozne carine in nevračljive nakupne dajatve, po odštetju vseh trgovinskih in drugih popustov,
- ❖ vse stroške spravljjanja sredstva na njegovo mesto in v stanje, kjer sredstvo lahko deluje v skladu s pričakovanji posloводства,
- ❖ začetno oceno stroškov razgradnje in odstranitve opredmetenega osnovnega sredstva ter obnovitev mesta, na katerem se je to sredstvo nahajalo. To obvezo podjetje prevzame ob pridobitvi sredstva ali pa kot posledico tega, da je sredstvo namesto za proizvodnjo zalog v določenem obdobju uporabljal tudi v druge namene.

Nepremičnine, naprave in oprema se amortizirajo v svoji dobi koristnosti. Preostala vrednost, doba koristnosti sredstva in metoda amortiziranja se morajo pregledati vsaj ob koncu vsakega poslovnega leta. Če so pričakovanja drugačna od prejšnjih ocen, se sprememba ali spremembe v skladu z MRS 8 – Računovodske usmeritve, spremembe računovodskih ocen in napake – obravnavajo kot sprememba računovodske ocene.

Poštena vrednost zemljišča in zgradbe se navadno izmeri na podlagi tržne vrednosti, ki je običajno ugotovljena z ocenitvijo poklicno usposobljenega ocenjevalca. Poštena vrednost naprav in opreme je navadno njihova tržna vrednost, ugotovljena z ocenitvijo.

Če se knjigovodska vrednost sredstva poveča zaradi prevrednotenja, se povečanje prizna neposredno kapitalu kot presežek iz prevrednotenja. Presežek iz prevrednotenja se prenaša v preneseni poslovni

izid v skladu z obračunano amortizacijo, oziroma ob odpravi pripoznanja opredmetenega osnovnega sredstva. Povečanje iz prevrednotenja pa se pripozna v izidu poslovanja, v kolikor odpravi zmanjšanje iz prevrednotenja istega sredstva, ki je bilo prej pripoznano v poslovnem izidu. Če se knjigovodska vrednost sredstev zmanjša zaradi prevrednotenja, se zmanjšanje pripozna v poslovnem izidu. Zmanjšanje pa bremeni neposredno kapital pod rubriko presežek iz prevrednotenja do višine stanja v dobro v presežku iz prevrednotenja pri istem sredstvu.

Da bi podjetje določilo, ali je kaka postavka opredmetenih osnovnih sredstev oslabiljena, uporablja MRS 36 – Oslabitev sredstev. Ta standard pojasnjuje, kako podjetje pregleduje knjigovodsko vrednost svojih sredstev, kako določi nadomestljivo vrednost posameznega sredstva in kdaj pripozna izgubo zaradi oslabitve ali njeno pripoznanje odpravi. V skladu z MRS 36 podjetje na datum vsakega poročanja oceni, ali je kako znamenje, da utegne biti sredstvo oslabiljeno. Če je kakršnokoli tako znamenje, mora podjetje oceniti nadomestljivo vrednost sredstva. Kadar in zgolj kadar je nadomestljiva vrednost sredstva manjša od njegove knjigovodske vrednosti, je treba knjigovodsko vrednost sredstva zmanjšati na njegovo nadomestljivo vrednost. Takšno zmanjšanje je izguba zaradi oslabitve. Izguba zaradi oslabitve se takoj pripozna v izkazu poslovnega izida, razen če je sredstvo izkazano po prevrednotenem znesku na podlagi drugega standarda (na primer po metodi prevrednotenja iz MRS 16). Po pripoznanju izgube zaradi oslabitve je treba v prihodnjih obdobjih prilagoditi amortiziranje, da se popravljena knjigovodska vrednost sredstev, zmanjšana za morebitno preostalo vrednost, premišljeno razporeja v preostali dobi koristnosti.

MRS 16 določa, da se pripoznanje knjigovodske vrednosti posameznega opredmetenega osnovnega sredstva odpravi ob odtujitvi ali, če od njegove uporabe ali odtujitve ni več pričakovati bodočih gospodarskih koristi. Dobički ali izgube, ki izhajajo iz odprave pripoznanja posameznega opredmetenega osnovnega sredstva, se izračunajo na podlagi razlike med čistim donosom ob odtujitvi, če obstaja, in knjigovodsko vrednostjo sredstva.

Mednarodni računovodski standard 40 opredeljuje Naložbene nepremičnine. Naložbena nepremičnina je nepremičnina (zemljišče ali zgradba, ali del zgradbe, ali oboje), posedovana (pri lastniku ali najemniku pri finančnem najemu), da bi prinašala najemnino ali povečevala vrednost dolgoročne naložbe ali pa oboje. Naložbene nepremičnine so na primer (MRS 40, 2007, 8. člen):

- ❖ zemljišče, posedovano bolj za povečevanje vrednosti dolgoročne naložbe kot za kratkoročno prodajo v rednem poslovanju,
- ❖ zemljišče, posedovano za sedaj nedoločeno prihodnjo uporabo (če podjetje ni določilo, da bo uporabljalo zemljišče bodisi kot lastniško uporabljano nepremičnino, bodisi za kratkoročno prodajo v rednem poslovanju, se zemljišče obravnava kot posedovano za povečevanje vrednosti dolgoročne naložbe),
- ❖ zgradba, ki jo poseduje podjetje (ali jo ima podjetje na podlagi finančnega najema) in je dana v enkratni ali večkratni poslovni najem ter
- ❖ zgradba, ki je prazna, vendar posedovana za oddajo v enkratni ali večkratni poslovni najem.

Naložbeno premoženje (naložbene nepremičnine) je na začetku treba izmeriti po njegovi nabavni vrednosti. Stroški posla morajo biti vključeni v začetno izmero. Nabavna vrednost kupljene naložbene nepremičnine obsega njeno nakupno ceno in vse njej neposredno pripisljive stroške. Neposredno pripisljivi stroški vključujejo na primer pripisljive zasluge za pravne storitve, davke od prenosa nepremičnine in druge stroške posla.

Podjetje mora izbrati kot svojo računovodsko usmeritev bodisi model poštene vrednosti, bodisi model nabavne vrednosti in uporabljati to usmeritev pri vseh svojih naložbenih nepremičninah. Poštena vrednost naložbenih nepremičnin mora odražati tržne pogoje na dan bilance stanja. Dobiček ali izgubo, ki izhaja iz spremembe poštene vrednosti naložbenega premoženja, je treba všteti v poslovni izid obdobja, v katerem se pojavi. Podjetje, ki je izbralo model nabavne vrednosti, mora meriti vse svoje naložbene nepremičnine v skladu z zahtevami MRS 16 za ta model, to je, po nabavni vrednosti, zmanjšani za nabrano amortizacijo in vse nabrane izgube zaradi oslabitve.

Naložbena nepremičnina se preneha pripoznavati ob odtujitvi ali kadar se za stalno umakne iz uporabe in iz odtujitve ni mogoče pričakovati nikakršnih prihodnjih gospodarskih koristi. Dobičke ali izgube iz opustitev ali odtujitev naložbenih nepremičnin je treba ugotoviti kot razlike med čistimi donosi ob odtujitvah in knjigovodsko vrednostjo sredstev ter jih pripoznati v poslovnem izidu.

MRS 17 opredeljuje dve vrsti najemov (MRS 2007, 8. člen): Najem se razvrsti kot finančni najem, če se pri njem prenesejo skoraj vsa tveganja in koristi, povezani z lastništvom. Najem se razvrsti kot poslovni najem, če ne pride do pomembnega prenosa tveganj in koristi, povezanih z lastništvom.

Najem lahko razvrstimo kot finančni v naslednjih okoliščinah (MRS 17, 10.-11. člen):

- ❖ z najemom se lahko prenese lastništvo sredstva na najemnika do konca trajanja najema,
- ❖ najemnik ima možnost kupiti sredstvo po ceni, ki je po pričakovanju dovolj manjša od poštene vrednosti na dan, ko je to možnost mogoče izrabiti, in je ob sklenitvi najema precej gotovo, da bo najemnik to možnost izrabil,
- ❖ trajanje najema se ujema z večjim delom dobe gospodarne uporabe sredstva, čeprav njegovo lastništvo ni preneseno,
- ❖ na začetku najema je sedanja vrednost najmanjše vsote najemninske enake najmanj poštene vrednosti najetega sredstva,
- ❖ najeta sredstva so tako posebne narave, da jih lahko brez večjih sprememb uporablja samo najemnik,
- ❖ če najemnik lahko odpove najem, najemodajalčeve izgube zaradi odpovedi bremenijo najemnika,
- ❖ dobički ali izgube zaradi spreminjanja poštene preostale vrednosti pripadajo najemniku (na primer v obliki povračila najemnine, ki je enako večini prihodkov od prodaje ob koncu najema) in
- ❖ najemnik lahko podaljša najem v naslednje obdobje za najemnino, ki je bistveno manjša od tržne.

Pri finančnem najemu najemodajalec pripozna terjatev iz finančnega najema, najemodajalec pa pripozna sredstvo, ki ga ima v finančnem najemu in obveznost do najemodajalca za prihodnja plačila najemnine. Pri poslovnem najemu najemodajalec sredstvo, ki je predmet poslovnega najema, evidentira

v svoji bilanci stanja, najemodajalec pa pripozna stroške najema v času trajanja poslovnega najema. (KPMG, 2008, str. 122)

Tudi pri opredmetenih osnovnih sredstvih, ki jih podjetje pridobi v finančni najem, lahko pride do oslabitve vrednosti, če njihova knjigovodska vrednost presega nadomestljivo. Sredstvom, ki jih podjetje po izteku najemne pogodbe vrne najemodajalcu, se ne meri nadomestljiva vrednost (Zupančič, 2008, str. 71).

Pri prodaji in povratnem najemu (angl. sale and lease back) se neko sredstvo proda in nato vzame nazaj v najem. Če na podlagi prodaje in povratnega najema pride do finančnega najema, se presežek prihodkov od prodaje nad knjigovodsko vrednostjo ne sme takoj pripoznati kot prihodek prodajalca – najemnika. Namesto tega ga je treba odložiti in postopno vključevati ves čas trajanja najema. Če na podlagi posla prodaje in povratnega najema pride do poslovnega najema in je jasno, da je posel sklenjen po pošteni vrednosti, je treba vsak dobiček ali izgubo pripoznati takoj. Če je prodajna cena manjša od poštene vrednosti, je treba morebitni dobiček ali izgubo pripoznati takoj, razen če se izguba nadomesti s prihodnjimi najemnini, ki so manjše od tržne cene; v takem primeru se izguba razmeji in postopoma poravnava v skladu z najemnino, dobljeno v obdobju, v katerem naj bi se sredstvo uporabljalo. Če je prodajna cena večja od poštene vrednosti, je treba presežek razmejiti in postopoma obračunavati v obdobju, v katerem se bo sredstvo po pričakovanju uporabljalo. Pri poslovnih najemih je treba takoj pripoznati izgubo, ki je enaka razliki med knjigovodsko in pošteno vrednostjo, če je poštena vrednost sredstva v trenutku prodaje in povratnega najema manjša od knjigovodske.

3.1.2 US GAAP

Ameriški računovodski standardi pojasnjujejo in opredeljujejo računovodenje opredmetenih osnovnih sredstev bolj kompleksno in v več standardih, poleg tega so standardi bolj obširni kot Mednarodni računovodski standardi. Najpomembnejši ameriški standardi, povezani z računovodenjem osnovnih sredstev so naslednji:

- ❖ standardi, ki opredeljujejo nepremičnine, naprave in opremo (KPMG, 2008, str. 53): SFAS 34, SFAS 143, SFAS 153, SFAS 154 in druge uredbe (pojasnila in podobno);
- ❖ standardi, ki opredeljujejo računovodenje najemov (KPMG, 2008, str. 123): SFAS 13, SFAS 22, SFAS 23, SFAS 27, SFAS 28, SFAS 29, SFAS 91; poleg standardov najeme opredeljujejo številne druge uredbe;
- ❖ standarda, ki opredeljujeta slabitev (KPMG, 2008, str. 81): SFAS 142 in SFAS 144;
- ❖ naložbenih nepremičnin US GAAP ne opredeljujejo, opredeljena so le sredstva, namenjena prodaji (KPMG, 2008, str. 61).

Nepremičnine, naprave in oprema se pripoznajo po svoji nabavni vrednosti. Nabavno vrednost sestavljajo stroški, ki nastanejo, da je sredstvo usposobljeno za delovanje in je postavljeno na ustreznem mestu delovanja. Poleg tega nabavna vrednost vključuje začetno oceno stroškov razgradnje

in odstranitve opredmetenega osnovnega sredstva ter obnovitev mesta, na katerem se je to sredstvo nahajalo. Nepremičnine, naprave in oprema se amortizirajo v dobi koristnosti sredstva. Amortizacija se obračunava tudi, če se sredstvo ne uporablja. Amortizacija se ne obračunava, če je sredstvo namenjeno prodaji. Ocena dobe koristnosti, preostala vrednost in metoda amortizacije se ponovno preverijo le, če dogodki ali spremembe v okoliščinah navajajo k temu, da trenutna ocena ali metoda amortiziranja nista več primerni. Morebitne spremembe se obravnavajo kot spremembe računovodske ocene. (KPMG, 2008, str. 53)

Prevrednotenje sredstev ni dovoljeno. Preostala vrednost sredstva se izračuna kot diskontirana sedanja vrednost prihodnjih donosov, ki bodo nastali ob odtujitvi sredstva. (Delloitte, 2007, str. 15).

US GAAP definirajo dve vrsti najemov. Prvi je finančni najem (angl. capital lease), drugi pa operativni (angl. operating lease). Z vidika najemodajalcev se finančni najemi delijo na neposredne finančne najeme (angl. direct financing leases), na prodajno obliko najemov (angl. sales-type leases) in na najeme z vzvodom (angl. leveraged leases), kar je nekoliko drugačna delitev kot v skladu z MRS/MSRP. Računovodsko evidentiranje najemov je enako kot velja pri MRS/MSRP, razen, če gre za najem z vzvodom. (KPMG, 2008, str. 122)

Celotni letni obseg najemov na svetu v letu 2007 je znašal 760 milijard USD. Velik del najemov zaradi različnih pogojev pri razvrščanju najemov med finančne in poslovne, če primerjamo MRS in US GAAP, ni evidentiran v bilancah stanja niti pri najemodajalcu niti pri najemjemalcu. Odbora IASB (angl. International Accounting Standards Board), ki izdaja MRS, in FASB (Financial Accounting Standard Board), ki izdaja US GAAP, sta zato v marcu 2009 odprla diskusijo o novem načinu računovodenja najemov, s čimer bi odpravili neusklajenost računovodskih standardov. (IASB, 2009)

FAS 13 opredeljuje, kateri najem šteje za finančni (angl. capital lease), in sicer so pogoji naslednji (Williams et al., 2009, točka 29.07):

- ❖ po končanem obdobju najema se lastništvo nepremičnine prenese na najemjemalca,
- ❖ pogodba o najemu vključuje možnost predčasnega odkupa nepremičnine,
- ❖ obdobje najema traja vsaj 75 odstotkov življenjske dobe osnovnega sredstva,
- ❖ ob začetku trajanja najema predstavlja sedanja vrednost bodočih plačil najema minimalno 90 odstotkov poštene vrednosti nepremičnine.

Zemljišče in zgradbe na zemljišču se navadno evidentirajo ločeno, razen če zemljišče predstavlja več kot 25 odstotkov celotne poštene vrednosti najetega sredstva. Pri transakciji prodaja in ponovni najem (angl. sale and lease back), če gre za poslovni najem, se dobiček amortizira v celotnem obdobju najema. Če gre za povratni finančni najem, se dobiček pripozna v obdobju dobe koristnosti sredstva. (Delloitte, 2007, str. 16)

Prevrednotenje nepremičnin, naprav in opreme US GAAP ne dovoljujejo. Izgube iz oslabitve se tako prepoznajo kot dobiček ali izguba (KPMG, 2008, str. 83). Slabitev dolgoročnih sredstev, ki se

amortizirajo, temelji na pošteni vrednosti, ki temelji na diskontirani vrednosti denarnih tokov (Delloitte, 2007, str. 23).

3.1.3 Slovenski računovodski standardi (SRS)

Opredmetena osnovna sredstva so opredeljena v SRS 1. Določila SRS 1 se uporabljajo pri knjigovodskem razvidovanju, obračunavanju in razkrivanju zemljišč, zgradb, opreme in drugih opredmetenih osnovnih sredstev.

Po SRS 1, 2006 so opredmetena osnovna sredstva tista, ki so v lasti ali finančnem najemu, ki se uporabljajo pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev oziroma dajanju v najem ali za pisarniške namene ter se bo po pričakovanjih uporabljalo v več kot enem obračunskem obdobju. Opredmetena osnovna sredstva so tako:

- ❖ zemljišča: prostor, kjer podjetje izvaja poslovno dejavnost, bodisi zato, da na njem stojijo zgradbe oziroma, da na njem neposredno izvaja svojo dejavnost (npr. kmetijstvo),
- ❖ zgradbe: objekti visoke gradnje (stavbe), nizke gradnje (ceste), vodne gradnje (jezi) in druga gradbena dela,
- ❖ proizvodna oprema: stroji, naprave, prevozna sredstva, orodja in druga oprema,
- ❖ druga oprema,
- ❖ biološka sredstva.

Podjetje mora ločeno izkazovati sredstva, ki se še gradijo ali izdelujejo, od stvari, ki so že v uporabi. Prav tako je potrebno ločeno izkazovati opredmetena osnovna sredstva, ki se uporabljajo, od tistih, ki se trajno ne uporabljajo, čeprav so še uporabna.

Po SRS-jih se opredmeteno osnovno sredstvo pripozna v knjigovodskih evidencah in v bilanci stanja, če je verjetno, da bodo pritekale gospodarske koristi, povezane z njim in če je mogoče nabavno vrednost zanesljivo izmeriti. Opredmeteno osnovno sredstvo se izloči iz knjigovodskih evidenc in bilance stanja, ko je odtujeno ali, če ne moremo pričakovati bodočih gospodarskih koristi.

Opredmetena osnovna sredstva se ob začetnem pripoznanju po SRS vrednotijo po nabavni vrednosti. Pri tem podjetje lahko pridobi opredmeteno osnovno sredstvo na več načinov: z nakupom, lastno izdelavo ali izgradnjo ali z brezplačno pridobitvijo. Od načina pridobitve osnovnega sredstva se razlikuje tudi sestava nabavne vrednosti le-tega. Po SRS 1.10 nabavno vrednost opredmetenih osnovnih sredstev povečuje tudi ocenjena vrednost stroškov razgradnje, odstranitve in ponovne vzpostavitve prvotnega stanja.

Pri prodaji ali izločitvi opredmetenih osnovnih sredstev se pojavi razlika med neodpisano vrednostjo in prihodki od prodaje opredmetenega osnovnega sredstva in se kaže kot dobiček ali izguba ob odtujitvi. Dobitek ali izguba pri posamezni odtujitvi se knjižita med prevrednotovalne poslovne prihodke ali prevrednotovalne poslovne odhodke.

Prevrednotenje, ki je posledica razlik med knjigovodsko in pošteno vrednostjo, če podjetje uporablja model prevrednotenja, se na koncu poslovnega leta ali med njim opravi bodisi zaradi povečanja knjigovodske vrednosti zaradi prevrednotenja na pošteno vrednost ali zaradi zmanjšanja knjigovodske vrednosti na pošteno vrednost. Po SRS 2006 se v prvem primeru hkrati s povečanjem vrednosti sredstev prehodno poveča presežek iz prevrednotenja, v drugem pa se hkrati z zmanjšanjem njihove vrednosti povečajo prevrednotovalni poslovni odhodki ali prevrednotovalni finančni odhodki, razen, če se je pred tem pri istih sredstvih pojavil presežek iz prevrednotenja, ki ga je mogoče zmanjšati ob hkratnem zmanjšanju vrednosti ustreznih sredstev. (Čaleta, 2007, str. 21-22)

Prevrednotenje osnovnih sredstev, ki se lahko opravi na koncu poslovnega leta ali med njim, se pojavi zaradi okrepitve sredstev, oslabitve sredstev ali odprave njihove oslabitve. Po SRS 2006 mora podjetje za merjenje po pripoznanju opredmetenega osnovnega sredstva za svojo računovodsko rešitev izbrati ali model nabavne vrednosti ali model prevrednotenja. Izbrano usmeritev mora uporabljati za celotno skupino opredmetenih osnovnih sredstev.

Amortizacija je opredeljena v SRS 13 – Stroški amortizacije. Pri poslovanju podjetja se opredmetena osnovna sredstva ob poslovanju skozi svojo dobo koristnosti izrabljajo in izgubljajo svojo vrednost. In ker je potrebno to izrabo prikazati in upoštevati pri odhodkih podjetja, uporabimo amortizacijo. Amortiziranje je sistematično razporejanje vrednosti amortizirljivega sredstva na zneske, v katerih v ocenjeni dobi njegove koristnosti postopoma zapušča in, ki pomenijo stroške (SRS 13.26).

Amortizacija se obračunava pri vseh osnovnih sredstvih, razen pri zemljiščih in osnovnih sredstvih, ki nimajo več vrednosti. Amortizirljiva sredstva so po SRS 2006 sredstva, ki:

- ❖ se uporabljajo v obdobju, daljšem od enega leta, kar pomeni, da jih bo podjetje uporabljalo več kot eno poslovno leto,
- ❖ imajo omejeno dobo koristnosti ter
- ❖ so namenjena uporabi pri proizvodnji ali dobavljanju proizvodov in storitev, se posojajo drugim za plačilo ali se posedujejo iz drugih razlogov.

Stroški amortizacije se pripoznavajo na podlagi doslednega razporejanja amortizirljivih zneskov opredmetenih osnovnih sredstev po posameznih obračunskih obdobjih, v katerih izhajajo iz njih gospodarske koristi. Amortizacijska osnova je po SRS 2006 pri enakomernem časovnem amortiziranju amortizirljiv znesek, to je nabavna vrednost, popravljena za ocenjeno preostalo vrednost. Pri uporabi metode padajoče osnove pri padajočem amortiziranju pa je amortizacijska osnova lahko enaka vsakokratni neodpisani vrednosti amortizirljivega sredstva. Dobe koristnosti SRS opredeljujejo kot najkrajšo od možnih, je pa doba koristnosti odvisna od pričakovanega fizičnega izrabljanja, pričakovanega tehničnega staranja, pričakovanega gospodarskega staranja in pričakovanih zakonskih in drugih omejitev porabe (SRS 13.8.). Dovoljena je uporaba metode enakomernega časovnega amortiziranja, metoda padajočega amortiziranja in metoda proizvodnih enot, prednost pri uporabi pa ima prva metoda.

Sprememba v SRS 2006 je uvedba naložbenih nepremičnin kot samostojnega standarda, v SRS 2002 je bilo naložbeno premoženje le del finančnih naložb v SRS 3. Po SRS 2006 družbe razvrstijo nepremičnine, ki so jih prej v svojih poslovnih knjigah izkazovale med opredmetenimi osnovnimi sredstvi oziroma med dolgoročnimi finančnimi naložbami – po SRS 6, med naložbene nepremičnine. Opredmeteno osnovno sredstvo je tudi tisto sredstvo, ki ga podjetje poseduje in uporablja za dajanje v najem. Na drugi strani pa je ena od bistvenih lastnosti naložbene nepremičnine, da je posedovana, da bi prinašala najemnino. Opredelitev glede najema v standardih je potrebno drugače razumeti za premičnine, saj je vsako nepremičnino, ki je dana v poslovni najem, potrebno pripoznati kot naložbeno nepremičnino. (Praznik, 2005, str. 42)

Naložbena nepremičnina, ki izpolnjuje pogoje za pripoznanje, se ob začetnem pripoznanju ovrednoti po nabavni vrednosti. Za merjenje naložbene nepremičnine po pripoznanju mora podjetje za svojo računovodsko usmeritev izbrati ali model nabavne vrednosti ali model poštene vrednosti; izbrano usmeritev mora uporabljati za vse naložbene nepremičnine. Naložbena nepremičnina se meri po modelu nabavne vrednosti v skladu s SRS 1. Poštena vrednost naložbene nepremičnine se izmeri na podlagi tržne vrednosti na dan bilance stanja, ki jo običajno ugotavljajo pooblaščen ocenjevalci vrednosti na način, ki temelji na mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti.

Če se nepremičnina v najemu obravnava kot naložbena nepremičnina v skladu s SRS 6 in če se uporablja model poštene vrednosti, zemljišča in zgradb ni potrebno meriti posebej. Dobiček ali izguba, ki izhaja iz spremembe poštene vrednosti naložbene nepremičnine, se pripozna v poslovnem izidu obdobja, v katerem se pojavi.

3.2 Davčne in druge zakonodajne rešitve delovanja nepremičninskih podjetij - REIT-ov

Da bi bolje razumeli delovanje nepremičninskih družb – REIT-ov, bomo v nadaljevanju proučili glavne značilnosti zakonodaje v nekaterih državah, kjer so REIT-i zakonsko dovoljeni.

3.2.1 Evropa

V Evropi je zakonodaja na področju delovanja in obdavčevanja REIT-ov sprejeta v Belgiji, Bolgariji, Franciji, Nemčiji, Grčiji, Italiji, Litvi, na Nizozemskem, v Španiji, Turčiji in v Veliki Britaniji (EPRA, 2007, str. 5). Značilnosti poslovanja REIT-ov v nekaterih državah bomo predstavili v osnovnih značilnostih.

V **Belgiji** je bila zakonodaja na področju REIT-ov sprejeta v letu 1995, kratica SICAFI je belgijski ekvivalent REIT-a. V letu 2007 je v Belgiji delovalo 14 podjetij, ki so ustrezali predpisanim zahtevam. V tej državi lahko delujejo tuji REIT-i, vendar morajo ustrezati dodatnim predpisom. Tako domači kot tuji morajo kotirati na borzi vrednostnih papirjev. Poslovanje REIT-ov je omejeno na investiranje v nepremičnine, lahko tudi v tujini. Gradnja nepremičnin je dovoljena, vendar po dokončanju ne sme priti

do prodaje nepremičnine še najmanj pet let. Podjetje je lahko zadolženo največ do 65 odstotkov celotnih sredstev, stroški obresti na letnem nivoju ne smejo preseči 80 odstotkov letnega dobička. Letno mora družba razdeliti 80 odstotkov ustvarjenega čistega dobička, ustvarjeni kapitalski dobiček pri prodaji nepremičnin pa se ne razdeli, temveč se reinvestira v obdobju štirih let. Belgijski REIT je zavezan k plačilu 33,99 odstotka davka na čisti dobiček, ki je izračunan po posebnem izračunu za REIT-e. Pri prehodu družbe v status REIT-a je potrebno nepremičnine vrednotiti po tržni ceni, morebitni kapitalski dobički so obdavčeni po posebni stopnji 16,995 odstotka. Pri prodaji nepremičnin se obračunava nižji davek kot pri družbah, ki niso REIT. (EPRA, 2007, str. 7-14)

S prvim januarjem 2004 so začeli delovati REIT-i v **Bolgariji**, in sicer kot podjetja z bolgarsko kratico SPIC. V letu 2007 je delovalo 45 takšnih podjetij. SPIC-i morajo biti uvrščeni na trg vrednostnih papirjev, poleg tega potrebujejo posebno dovoljenje Finančne nadzorne komisije. Sedež podjetja mora biti v Bolgariji. Vsaj 30 odstotkov lastnikov morajo predstavljati pravne osebe, ob tem ne sme biti več kot 50 ustanoviteljev. Investicije podjetja SPIC so omejene na državo Bolgarijo, hipotekarne obveznosti ne smejo preseči 10 odstotkov celotnih sredstev. Dejavnost poslovanja je dovoljena le na področju nakupa, gradnje in izboljšav nepremičnin v Bolgariji ter na področju zbiranja sredstev na podlagi izdaje vrednostnih papirjev. Podjetje je omejeno le pri kratkoročnem zadolževanju (do enega leta), in sicer ta dolg ne sme presegati 20 odstotkov sredstev podjetja. V Bolgariji morajo SPIC-i izplačati vsaj 90 odstotkov ustvarjenega čistega dobička v obliki dividend. SPIC-u ni potrebno plačati davka od dohodka pravnih oseb, prav tako ustvarjeni kapitalski dobički pri prometu nepremičnin niso obdavčeni. Prejemnikom dividend – pravnim osebam – ni potrebno plačati davka po odbitku (angl. withholding tax), medtem ko fizične osebe plačajo 7-odstotni davek po odbitku. Računovodstvo podjetja SPIC je enako kot velja za ostale delniške družbe – torej v skladu z lokalnimi računovodskimi standardi, razen, kjer zakon narekuje drugačne evidence. Davek na promet nepremičnin znaša 2 odstotka, poleg tega podjetje plača 0,1 odstotka nakupne vrednosti nepremičnine za vpis v zemljiško knjigo. Pri prodaji nepremičnine mora biti dokazana tržna vrednost nepremičnine. (EPRA, 2007, str. 15-20)

Nemški REIT-i oziroma G-REIT-i so bili uzakonjeni s 1. januarjem 2007. G-REIT je delniška družba, ki mora upoštevati posebna pravila, ki jih določa Zakon o REIT-ih (nem. *REIT Gesetz*). Družbe, ki želijo postati REIT, imajo dve možnosti: lahko se registrirajo kot G-REIT v Trgovskem registru, druga možnost pa je registracija kot Pre-REIT na Državnem centralnem davčnem uradu.

Glavne zahteve pri registraciji G-REIT-a so naslednje (EPRA, 2007, str. 31):

- ❖ delniška družba z minimalnim kapitalom 15 milijonov EUR,
- ❖ sedež družbe in kraj upravljanja je v Nemčiji,
- ❖ delovanje na borzi vrednostnih papirjev,
- ❖ največji lastniški delež ne sme presegati 10 odstotkov in
- ❖ zahteve glede sredstev, kapitala in aktivnosti REIT-a, ki jih obravnavamo v nadaljevanju.

Pred registracijo kot G-REIT je možna pridobitev registracije kot Pre-REIT. Slednja je oblika delniške družbe, ki še ne izpolnjuje vseh kriterijev za G-REIT. Glavna prednost te oblike je, da se družba v primeru kapitalskih dobičkov pri prodaji nepremičnin lahko izogne plačilu davkov, seveda pa mora vsako

leto davčnemu uradu poročati o aktivnostih za pridobitev statusa G-REIT-a. Davčne obveznosti Pre-REIT-a na drugih področjih so enake kot za ostale klasične delniške družbe.

Edina dovoljena pravna oblika nemškega REIT-a je delniška družba, kar mora biti navedeno tudi v imenu REIT-a. Določen je minimalni osnovni kapital v višini 15 milijonov EUR. Lastništvo takšne družbe mora biti razpršeno, vsaj 6 delničarjev mora imeti manj kot 3-odstotni lastniški delež, hkrati pa je prepovedano, da bi en lastnik imel več kot 10-odstotni lastniški delež. Vsi REIT-i v Nemčiji morajo kotirati na borzi vrednostnih papirjev. Pre-REIT mora pričeti delovati na borzi vrednostnih papirjev najkasneje v treh letih po registraciji kot Pre-REIT, sicer lahko zgubi status predčasnega REIT-a.

V bilanci stanja G-REIT-a mora biti delež nepremičnin vsaj 75-odstoten, pri tem mora biti 75 odstotkov celotnih prihodkov doseženih na podlagi finančnega in poslovnega najema ter prodaje nepremičnin. G-REIT ne sme prodajati nepremičnin pod pogojem, da gre za prodajo znotraj petih let po pridobitvi, ki presega 50 odstotkov povprečne vrednosti nepremičnin v enakem obdobju. Nedovoljene so investicije v nepremičnine, zgrajene pred letom 2007 (pred tem, ko je bila sprejeta nova zakonodaja na področju REIT-ov). Lahko pa G-REIT investira v nepremičnine drugod po svetu, ki so v lasti REIT-ov ali družb, ki so ekvivalentne tej obliki. Zadolženost REIT-a je omejena na 55 odstotkov knjigovodske vrednosti nepremičnin, vrednotene po mednarodnem računovodskem standardu 40 (naložbene nepremičnine).

Nemški REIT mora za preteklo leto izplačati najmanj 90 odstotkov čistega dobička, izračunanega v skladu z računovodskimi standardi, ki veljajo v Nemčiji. Do polovice ustvarjenega kapitalskega dobička se lahko prenese v rezerve, ki morajo biti sproščene najkasneje ob koncu dveh let po zaključku tekočega leta. Preostali del se porabi za nove investicije ali nakupe ali pa se prenese med za dividende razpoložljivi dobiček.

Celotni dobiček G-REIT-a je oproščen plačila davka od dobička pravnih oseb in prometnega davka (angl. *trade tax*). Prav tako je teh vrst davka oproščen ustvarjen kapitalski dobiček pri prodaji nepremičnin. Davek na promet nepremičnin se zaračuna pri pridobitvi in prodaji nepremičnine v višini 3,5 odstotka.

Podjetje, ki prejme dividende ali realizira kapitalski dobiček od G-REIT-a, je obdavčeno enako kot ostale družbe. Fizična oseba je obdavčena z dohodnino, in sicer za celoten znesek prejetih dividend, ne samo za polovico kot velja za prejete dividende od ostalih družb, ki niso REIT-i. Ustvarjen kapitalski dobiček pri prodaji delnic je obdavčen v primeru, ko gre za prodajo pred potekom enega leta lastništva.

V Nemčiji lahko delujejo tudi tuji REIT-i, za katere veljajo nekoliko drugačna pravila delovanja, enako kot za nemške REIT-e pa velja, da morajo delovati na borzi vrednostnih papirjev.
(EPRA, 2007, str. 31-38)

Podobno kot v Nemčiji, je bila tudi v **Veliki Britaniji** zakonodaja na področju REIT-ov sprejeta v začetku leta 2007. Britanski REIT, ki ga poimenujejo UK-REIT, mora zadostiti naslednjim osnovnim pogojem: sedež družbe mora biti v Veliki Britaniji, delnice morajo kotirati na borzi vrednostnih papirjev, družba ni

odprta investicijska družba, prav tako ne sme biti družba zaprtega tipa (to pomeni manj kot pet delničarjev), družba mora razpolagati z enim razredom navadnih delnic, ostale delnice so lahko brez glasovalnih pravic, a s fiksno dividendno obrestno mero, družba ne sme imeti posojil, vezanih na uspešnost poslovanja. Poleg tega morajo ustrezati še drugim z zakonom določenim kriterijem.

Pravna oblika britanskih REIT-ov je zaprt tip nepremičninskega sklada (angl. *close-ended investment trust*), ki kotira na priznani borzi vrednostnih papirjev, v ta namen mora imeti minimalni osnovni kapital v višini 50.000 GBP. Britanski REIT ne sme biti rezident v tuji državi. Poslovodstvo družbe je lahko zaposleno v podjetju ali opravlja storitve kot pogodbeni sodelavec. Lastniški delež enega delničarja ne sme presegati 10 odstotkov osnovnega kapitala, poleg tega lastnik ne sme prejeti preko 10 odstotkov dividend ali imeti več kot 10 odstotkov glasovalnih pravic.

Poslovanje družbe mora biti vezano na nepremičninsko dejavnost: minimalno 75 odstotkov čistega dobička mora izhajati iz prihodkov od najemnine, vsaj 75 odstotkov sredstev podjetja mora biti namenjeno pridobivanju prihodkov od najemnine, družba mora biti lastnik vsaj treh različnih nepremičnin, nobeno sredstvo ne sme presegati 40 odstotkov celotnih sredstev, družba lahko investira tudi v tujini. V primeru, da družba izpolnjuje navedene kriterije, je izvzeta iz obdavčitve ustvarjenega dobička iz naslova nepremičninske dejavnosti. Družba je obdavčena v primeru, da novogradnjo proda pred potekom treh let od dokončanja investicije.

Zadolženost UK-REIT-a je vezana na količnik med EBIT-om in stroški financiranja (obresti, ki jih je potrebno plačati). Le-ta v računovodskem obdobju ne sme biti nižji od 1,25. V kolikor pride do nižjega količnika, se spremeni stopnja obdavčitve ustvarjenega dobička.

Tudi v Veliki Britaniji mora v naslednjem letu družba v obliki dividend izplačati najmanj 90 odstotkov dobička, ustvarjenega v nepremičninski dejavnosti. To pomeni, da dobička iz ostalih dejavnosti ni potrebno deliti. Kapitalskega dobička od prodaje nepremičnin ni potrebno deliti, mora pa biti reinvestiran v obdobju dveh let.

Davek od dobička se ne obračunava za dobiček dosežen v nepremičninski dejavnosti. Preostali dobiček je obdavčen po stopnji 30 odstotkov. Kapitalski dobiček se obdavči le, če gre za prodajo novogradnje pred pretekom treh let od pridobitve. Obdavčen je promet nepremičnin, in sicer se znotraj Velike Britanije giba med enim in štirimi odstotki, odvisno od območja, kjer leži nepremičnina.

Lastnikom, ki so pravne osebe, se lahko izplačajo dividende iz dveh virov. Prvi je del, ki na nivoju REIT-a ni obdavčen (poslovanje z nepremičninami). Pri izplačilu teh dividend velja 30-odstotna obdavčitev pri prejemniku dividende. Dobiček, ki je že obdavčen na nivoju REIT-a (poslovanje, ki se ne nanaša na nepremičnine), pa pri prejemniku dividend ni obdavčen. Lastniki (fizične osebe) so pri izplačilu dividend obdavčeni 22-odstotno, v primeru, da so v višjem davčnem razredu pa plačajo še dodatnih 18 odstotkov.

(EPRA, 2007, str. 79-86)

3.2.2 Azija in Oceanija

Med azijskimi državami in državami Oceanije, v katerih lahko delujejo podjetja REIT, so Avstralija, Dubaj, Hong Kong, Izrael, Japonska, Malezija, Nova Zelandija, Pakistan, Singapur, Južna Koreja, Tajvan in Tajska (EPRA, 2007, str. 86). Na kratko bomo predstavili ureditev v Avstraliji in na Japonskem.

Avstralija je med državami, ki so REIT-e uvedle dokaj zgodaj, in sicer je bilo to leta 1985. »Unit Trust« (v nadaljevanju REIT) kot se uporablja izraz za REIT v Avstraliji, so lahko domači ali tuji, ob tem so lahko uvrščeni na borzo vrednostnih papirjev, ni pa nujno. Njihova dejavnost je omejena na področju nepremičnin, v kolikor je delež ostalih dejavnosti previsok, družba ni deležna davčnih ugodnosti. Zadolževanje trusta je neomejeno, vezano je le na zakonske določbe o tanki kapitalizaciji. REIT mora v obliki dividend izplačati 100 odstotkov čistega dobička, če se želi izogniti 46,5-odstotnemu davku od dobička pravnih oseb. Trust-u ni potrebno plačati kapitalskega dobička, v primeru da ne izplača dividend, pa lahko zaprosi za 50-odstotni popust pri plačilu kapitalskega dobička. Morebitna čista izguba se med lastnike ne deli, temveč se prenese v naslednje obdobje, kjer se poračuna z ustvarjenim čistim dobičkom. Če trust ne kotira na borzi, se pri prenosu lastništva nepremičnin zaračuna 6,75-odstotni davek na promet nepremičnin, če je uvrščen na borzo vrednostnih papirjev pa je tega davka oproščen. (EPRA, 2007, str. 87-94)

Leta 2000 so t.i. JREIT uzakonili na **Japonskem**. V letu 2007 je na japonski borzi vrednostnih papirjev kotiralo 41 tovrstnih podjetij. Na Japonskem delovanje REIT-ov na borzi vrednostnih papirjev ni obvezno, s tem so dovoljeni tudi zasebni REIT-i. Če pa družba želi kotirati, mora izpolnjevati določene pogoje. Značilnost japonskih REIT-ov je, da ne smejo zaposlovati delavcev, imenovati morajo le upravljalce sredstev, nadzornike in glavne administrativne storitve, ki jih opravljajo neodvisni zunanji svetovalci. Zadolževanje JREIT-ov ni omejeno, obvezno pa je, da je kreditor odobren s strani zakonodajalca. Osnovna dejavnost JREIT-ov je vezana na vrednostne papirje, nepremičnine, lastniške pravice na nepremičninah in podobno, in sicer minimalno v višini 50 odstotkov dejavnosti. Delitev davčno ugotovljenega dobička je v višini 90 odstotkov. Da podjetju ni potrebno plačati davka od dobička pravnih oseb, mora ustrezati številnim določilom. V kolikor so kriteriji izpolnjeni, se obdavči le dobiček, ki ni razdeljen, in sicer je obdavčen kot pri ostalih delniških družbah. Kapitalski dobiček je všteti v davčno osnovo, tako se razdeli v sklopu ugotovljenega dobička po davčnih predpisih. Davčno leto na Japonskem traja šest mesecev. (EPRA, 2007, str. 111-118)

3.2.3 Amerika

V Severni, Južni in Srednji Ameriki REIT-i delujejo v Braziliji, Kanadi, Čilu, Kostariki, v Mehiki, Puerto Riku ter v Združenih državah Amerike. Predstavili bomo značilnosti poslovanja REIT-ov v Braziliji, Mehiki in ZDA.

Brazilijski ima obliko REIT-a s kratico FII (*Fundo de Investimento Imobiliario*), ki je bil uzakonjen leta 1993. V letu 2007 je delovalo 64 FII-jev, od tega 21 na borzi vrednostnih papirjev. Komisija za vrednostne papirje na podlagi vloge odobri ustanovitev FII-ja. Le-te lahko ustanovijo in upravljajo le finančne institucije, ki se ukvarjajo z investicijami, nepremičninskimi sredstvi, kreditnimi naložbami ali z drugimi finančnimi instrumenti. Pravno je FII sklad in ni pravna oseba. Omejitev pri lastništvu skladov je, da gradbena podjetja ne smejo biti več kot 25-odstotni lastnik, v nasprotnem primeru je sklad obdavčen z davkom od dobička pravnih oseb. Skladom ni potrebno kotirati na borzi vrednostnih papirjev. Področje delovanja sklada je omejeno na vsaj 75-odstotno investiranje lastniškega kapitala v nepremičnine, ostale investicije so dovoljene le v sklade ali vrednostne papirje s fiksnim donosom. FII-ji morajo razdeliti vsaj 95 odstotkov dobička, dividende se delijo četrtno. Dohodki iz naslova nepremičninskih aktivnosti so davčno izvzeti, ostali dohodki so obdavčeni z davkom od dohodka po odbitku. Prav tako so davčno izvzeti kapitalski dobički iz naslova aktivnosti z nepremičninami.

Mehiški REIT je bil prvotno uzakonjen leta 2004, v letu 2007 pa so bile vpeljane številne spremembe, ki so davčno privlačne predvsem za tuje investitorje. V Mehiki sistem ni najbolj učinkovit, saj obstajajo zasebni REIT-i, vendar ni noben uvrščen na borzo vrednostnih papirjev. Upravitelj REIT-a je lahko le kreditna institucija, ki ima podeljeno ustrezno avtorizacijo s strani državnih organov. Pri tem morajo biti zadoščeni naslednji kriteriji: osnovna dejavnost podjetja je nakup ali gradnja objektov, ki so namenjeni oddajanju v finančni ali poslovni najem, upravljanje ali financiranje nepremičnin; vsaj 70 odstotkov sredstev morajo predstavljati investicije v nepremičnine; zgrajena ali pridobljena nepremičnina mora biti namenjena najemu in se ne sme odtujiti pred potekom štirih let od dneva pridobitve. V kolikor kriterijem ni zadoščeno, davčne ugodnosti niso priznane. Lastništvo REIT-a je omejeno, en lastnik lahko poseduje največ 20-odstotni lastniški delež. Mehiški REIT-i so lahko zadolženi le v skladu z zakonodajo, ki ureja tanko kapitalizacijo. Vsako leto do 15. marca je REIT-om v obliki dividend potrebno razdeliti najmanj 95 odstotkov ustvarjenega čistega dobička. V kolikor razdelitve dobička ni, je REIT dolžan plačati ustrezne davke. (EPRA, 2007, str. 207-214)

Kot smo že navedli v preteklih poglavjih, so **Združene države Amerike** uvedle REIT-e v letu 1960. Glavni namen pri tem je bil, da tudi majhni investitorji lahko vlagajo svoja sredstva v več nepremičnin hkrati, kar lahko storijo z nakupom deleža v osnovnem kapitalu REIT-a. Od začetka uveljavitve zakonodaje je bilo sprejetih več sprememb in dopolnitev. V letu 2007 je v ZDA tržna kapitalizacija REIT-ov okoli 450 milijard ameriških dolarjev.

Pridobitev statusa REIT-a je v ZDA dokaj enostavno. Za leto, ko želi podjetje postati REIT, mora oddati obrazec za povračilo davka. Pred tem ni potrebno pridobiti kake dodatne odobritve. Obveza REIT-a je, da letno pošlje lastnikom poročilo o poslovanju REIT-a. Pravna oblika REIT-a je omejena na vse možne oblike organiziranja pravnih oseb, ki so dovoljene v ZDA in ki morajo tam plačevati davke: korporacija, partnerstvo, trust, družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba, ... Kot REIT ne more delovati finančna institucija kot sta npr. banka ali zavarovalnica. Naslednja zakonska omejitev US-REIT-a je, da jo vodi eden ali več direktorjev in da je lastniški delež prenosljiv. Dovoljeno je imeti podružnico v tujini. Minimalni kapital REIT-a ni določen. US-REIT mora imeti najmanj 100 lastnikov. Pri tem največjih pet lastnikov ne sme imeti v posesti več kot 50-odstotnega lastniškega deleža. Lastniki so lahko tudi tujci.

Za pridobitev statusa REIT-u ni potrebno kotirati na borzi vrednostnih papirjev, tako so dovoljeni tudi zasebni REIT-i.

Aktiva bilance stanja REIT-a mora biti vsaj 75-odstotno sestavljena iz nepremičnin, državnih obveznic ali gotovine. Vsaj 75 odstotkov prihodkov mora izhajati iz oddajanja nepremičnin v najem ali od obresti na hipoteke nepremičnin. Dodaten pogoj je, da se minimalno 95 odstotkov vseh prihodkov nanaša na nepremičninsko dejavnost ali prejete dividende in obresti. Na koncu vsakega četrletja REIT ne sme imeti v svoji bilanci stanja naložbe v odvisno družbo REIT, ki bi presegel 20 odstotkov vseh sredstev podjetja. US REIT lahko izvaja posle za tretje stranke, vendar v okviru 5 odstotkov prihodkov ali v okviru podružnice. Dovoljeno je investirati v nepremičnine v tujini. Omejitev glede zadolževanja US REIT-a ni.

V obliki dividend morajo REIT-i v ZDA letno razdeliti najmanj 90 odstotkov čistega dobička. Ker večina REIT-ov izplačuje dividende četrletno, lahko pride do zamika pri izplačilu dividend, in sicer je dividenda izplačana v naslednjem koledarskem letu. Če REIT v tekočem letu razdeli manj kot 85 odstotkov v istem obdobju ustvarjenega čistega dobička, je obdavčen 4-odstotno. V primeru, da čisti dobiček ostane nerazdeljen, zapade obdavčitvi v skladu z davkom od dobička pravnih oseb. Obdavčitev dobička v US REIT-u je podobna kot drugje po svetu: razdeljene dividende se odštejejo od ustvarjenega dobička, kar ostane, je obdavčeno v skladu z zakonodajo o davku od dobička pravnih oseb. REIT je lahko obdavčen po predpisih posamezne države znotraj ZDA.

Obdavčitev lastnikov REIT-a je za pravne osebe sledeča: dividende, kapitalski dobiček od prodanih lastniških deležev in povračilo pri zmanjšanju lastniškega deleža zaradi zmanjšanja kapitala REIT-a so obdavčeni 35-odstotno. Fizične osebe so za prejete dividende obdavčene 35-odstotno, v kolikor gre za izplačilo dividend podružnice REIT-a, ki je že bila obdavčena na podjetniškem nivoju, je stopnja 15-odstotna. Razdeljeni kapitalski dobički REIT-a so obdavčeni 15-odstotno. Pri prodaji delnic REIT-a je obdavčitev kapitalskega dobička 15-odstotna.

(EPRA, 2007, str. 221-230)

4 SWOT ANALIZA REIT-ov

Pri celoviti oceni prednosti in slabosti ter poslovnih priložnosti in nevarnosti gre za strateško analizo, ki pomeni osnovo za strateško odločanje. V domači in tuji literaturi lahko zasledimo različna imena za celovito oceno prednosti, slabosti ter poslovnih priložnosti in nevarnosti podjetja, npr. analiza PSPN, kar je akronim besed prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti, potem kot analiza SWOT, analiza WOTS, analiza TOWS, kar so akronimi štirih angleških besed: Threats, Opportunities, Weaknesses, Strengths, potem jo poznamo tudi kot celovito oceno podjetja, audit trga in položaja, tekočo oceno, audit položaja, idr. Vsak od teh sinonimov omogoča opredeljevanje razvojnih problemov organizacije. (Bogataj, 2007, str. 14-15)

Analiza podjetja se lahko začne z iskanjem odgovorov na naslednje vprašanje: kateri poslovni rezultati podjetja so (stopnja rentabilnosti, stopnja ekonomičnosti, stopnja pokritja, stopnja rasti prodaje, tržni

delež podjetja itn.): boljši ali slabši od planiranih velikosti v preteklosti, boljši ali slabši od dosežkov konkurence. Dobljeni odgovori na zastavljena vprašanja nas silijo v iskanje posebno uspešnih ali neuspešnih podstruktur in procesov v podjetju. (Pučko, 2003, str. 129-133)

SWOT analizo delamo s tremi glavnimi nameni (Pučko, 2003, str. 139):

- ❖ ugotoviti na podlagi poznavanja sedanjih prednosti in slabosti organizacije njene najbolj verjetne prihodnje poslovne možnosti podjetja in nevarnosti, ki jim utegne biti v okolju izpostavljeno,
- ❖ ugotoviti osnovne razvojne probleme podjetja, s katerimi se je treba na planski način spoprijeti ter
- ❖ ugotoviti prve možne elemente razvojne strategije podjetja za prihodnje obdobje na podlagi poznavanja profilov prednosti in slabosti ter možnosti in nevarnosti konkretnega podjetja.

Podjetje mora pravočasno odkrivati nove trende in spremembe na trgu, ki lahko zanj predstavljajo priložnosti in nevarnosti. Ustrezen in hiter odgovor omogoča izkoriščanje priložnosti in minimiziranje učinka nevarnosti. (Wilson et al., 1994, str. 33)

Pri ugotavljanju prednosti in slabosti smo usmerjeni v analizo značilnosti podjetja, medtem ko je pri iskanju priložnosti in zaznavanju nevarnosti pomembno predvsem preučevanje značilnosti okolja podjetja. Prednosti in slabosti so določeni viri in omejitve, s katerimi podjetje razpolaga; lahko nastanejo na področju finančnih virov, zmogljivosti, kadrov, trženja, informatike, organizacije in na vseh ostalih področjih, ki pomenijo prednostni vir ali omejitev pri zadovoljevanju potreb kupcev.

Priložnosti in nevarnosti predstavljajo veliki, za podjetje ugodni ali neugodni premiki v okolju podjetja. Identifikacija v preteklosti prezrtih tržnih segmentov, spremembe v pravnem okolju podjetja, tehnološke spremembe, spremembe konkurentov in spremenjeni odnosi z dobavitelji in kupci so lahko samo nekatere priložnosti za podjetje. Nevarnosti predstavljajo bistvene ovire za v prihodnosti želeni položaj podjetja. Če omenimo samo nekatere, so to lahko počasna rast trga, novi konkurenti, tehnološke spremembe, spremembe zakonodaje, naraščajoča pogajalska moč kupcev, itn.

4.1 Prednosti

Ena najpomembnejših prednosti REIT-ov je, da so oproščeni plačevanja davka od dobička pravnih oseb in davka iz ustvarjenega kapitalskega dobička pri prodaji nepremičnin, v kolikor seveda zadostijo zakonsko določenim kriterijem. Davek plačajo le delničarji, ki prejmejo dividende ali ustvarijo kapitalski dobiček pri prodaji delnic. S tem je pri REIT-ih izključena dvojna obdavčitev, ki so jo sicer lastniki nepremičnin praviloma deležni.

Zanesljivost vnaprejšnjega načrtovanja dobička REIT-a je druga pomembna prednost. Zanesljivi del dobička je namreč sestavljen iz najemnin najemnikov na eni strani in obresti za financiranje nepremičnin na drugi strani. Večinoma so tako najemne kot posojilne pogodbe podpisane za daljše časovno obdobje, kar zmanjšuje tveganje naložbe v REIT.

Husband in Hatton (2006, str. 6) med glavnimi prednostmi UK REIT-ov navajata:

- ❖ z davčnega vidika ni pritiska za maksimiranje davčnega vzvoda,
- ❖ potencialno bo investiralo več delničarjev in
- ❖ izplačilo dividend se zmanjša ob manjšem dobičku, kar podjetju omogoča nadaljnje normalno poslovanje.

Ena od prednosti REIT-ov je odstranitev slabosti, ki jih prinaša lastništvo posamezne nepremičnine (npr. koncentrirano tveganje na eni nepremičnini, visoki transakcijski stroški, nelikvidnost, ...). Prednost je torej v tem, da lahko mali investitorji koristijo prednosti velikih investorjev. Poleg tega so investitorji, ki nalagajo sredstva v REIT-e na borzi vrednostnih papirjev, deležni naslednjih prednosti: ugodno razmerje med tveganjem in donosom, davčna učinkovitost, večja razpršenost premoženja, dostop do kvalitetnejših nepremičnin, profesionalno poslovanje, večja cenovna transparentnost na vsakodnevnem trgovanju, večja likvidnost in manjši transakcijski stroški, ipd. (Craston, Sanderson, Matheson, 2007, str. 12-13). Prednost je torej tudi ta, da so lastniki REIT-a lahko tudi mali investitorji, ki imajo tako možnost investiranja v nepremičninsko dejavnost.

Družbe, ki delujejo kot REIT-i, imajo pred konkurenco, ki deluje na nepremičninskem trgu kot kupec zemljišča ali zgradbe, še eno prednost, in sicer nižji strošek kapitala, ob tem, da davčna zakonodaja omogoča pogostejše cikle nakupov in prodaj nepremičnin, in sicer v državah, kjer v REIT-ih ni obdavčen promet nepremičnin ali je uzakonjena oprostitvev plačila davka na kapitalski dobiček pri prodaji nepremičnin.

V literaturi pogosto srečamo primerjavo med nepremičninskimi skladi (ang. *fund*) in REIT-i (angl. *trust*). Pri uvedbi REIT-ov se pojavi pomembna prednost, in sicer REIT-i niso podvrženi likvidnostnim težavam, s katerimi se srečujejo nepremičninski skladi. Financiranje skladov je namreč zelo dinamično in se giblje z obsegom nakupov in prodaj točk sklada, kar posledično za sklad lahko pomeni takojšnjo prodajo nepremičnin, v REIT-u pa je znesek kupljenih delnic vedno fiksni in tako je naložba bolj stabilna.

4.2 Slabosti

Ena od slabosti za podjetja, ki želijo koristiti davčne ugodnosti kot REIT, v nekaterih državah predstavljajo t.i. vstopni stroški, ki lahko znašajo tudi 2 odstotka tržne vrednosti nepremičnin podjetja.

Za REIT-e v Veliki Britaniji Husband in Hutton (2006, str. 6) navajata dve glavni slabosti, in sicer, da razdelitev REIT-ov v posamezne sektorje (trgovine, nepremičnine v industriji, poslovni prostori, ...) lahko zmanjša razpršenost premoženja, poleg tega pa pri novih izdajah delnic lahko pride do trenutnega pomanjkanja denarja vlagateljev, kar kratkoročno lahko oslabi kriterije investiranja v nepremičnine.

Na eni strani prednost, na drugi slabost uvedbe REIT-ov je, da podjetja, ki imajo v lasti nepremičnine, ne bodo imele možnosti uveljavljati davčnih ugodnosti v sklopu celotnega podjetja, ki se sicer ukvarja

npr. s trgovino. Nepremičnine postanejo namreč del lastnine novega podjetja, ki se tako ukvarja z nepremičninsko dejavnostjo kot osnovnim poslom.

Na trgu vrednostnih papirjev se lahko srečamo še z eno potencialno slabostjo – zgodi se lahko, da se kot posledica neobičajnih dogodkov neugodno spremeni tržna vrednost delnic REIT-ov, ki pomembno odstopa od dolgoročnega gibanja tržne vrednosti. Kljub dobremu poslovanju REIT-a lastniki REIT-a ob prodaji delnic ustvarijo nižji kapitalski dobiček ali celo izgubo. Ta problem se je pokazal kot aktualen še posebej v času sedanje finančne krize. Prav tako lahko pride do nihanja tržne vrednosti nepremičnin na nepremičninskem trgu, kar je v nadaljevanju povezano tudi z vrednotenjem nepremičnin in posledicami, ki jih vrednotenje povzroči v računovodskih izkazih REIT-ov. Neugodne spremembe lahko povzročijo zmanjšanje dividendnega donosa za lastnike REIT-a.

4.3 Priložnosti

Ena glavnih priložnosti družb, ki delujejo kot REIT, je potencialni trg v državah, kjer se REIT-i šele uveljavljajo. V teh državah je namreč pogosto, da so lastniki nepremičnin podjetja, ki nepremičnine uporabljajo. Z uveljavljanjem REIT-ov se ta delež zmanjšuje in se povečuje delež družb, ki delujejo kot REIT-i. Največ priložnosti na tem področju se kaže v hotelskih kapacitetah, na področju skladiščnih prostorov, v nepremičninah, ki jih uporabljajo trgovski centri, ipd. V državah, kjer se zakonodaja v povezavi z REIT-i šele uveljavlja, se pričakuje, da bodo številni sedanji lastniki nepremičnin le-te prodali in jih najeli ter uporabljali na podlagi poslovnega ali finančnega najema. Najbolj je to priložnost za družbe, katerih osnovna dejavnost ni povezana z nepremičninami, pri tem pa še vedno lahko ostanejo solastniki novoustanovljenih REIT-ov.

Velika priložnost pri uvedbi REIT-ov se kaže tudi na državnem nivoju. Pri tem imamo v mislih pokojninske sklade, ki bi s tem pridobili možnost dolgoročne in varne naložbe z ugodnim dolgoročnim donosom. Poleg tega ima vlada z uvedbo REIT-ov novo možnost financiranja infrastrukturnih objektov in nepremičnin v državni lasti.

Tudi mali vlagatelji imajo z uvedbo REIT-ov priložnost, da investirajo na področju nepremičnin v obliki, ki vsebuje bolj razpršeno tveganje. V večini držav je pred uvedbo REIT-ov obstajala le možnost direktne investicije v posamezno nepremičnino, kar pa je povezano z večjim tveganjem in večjimi stroški.

Družba, ki deluje kot REIT, ne deluje nujno bolj učinkovito kot enaka družba, ki nima davčnih ugodnosti. Ima pa pri tem družba REIT več možnosti, da z obsegom poslovanja z nepremičninami zniža stalne stroške na enoto nepremičnine.

4.4 Nevarnosti

Ena od nevarnosti pri uvedbi REIT-ov je povezana s prenosom lastništva nepremičnin na REIT-e, in sicer se bodo stari lastniki morali odpovedati obvladovanju prodane nepremičnine.

Na trgu vrednostnih papirjev lahko uvedba nove zakonodaje na kratek rok povzroči negativen odziv vlagateljev. V Veliki Britaniji je namreč v prvem letu delovanja REIT-ov prišlo do velikih odstopanj glede na pričakovane stopnje rasti tako vrednosti delnic REIT-ov kot tudi pri doseženih rezultatih in posledično izplačila dividend. Tudi v dolgem časovnem obdobju se je v ZDA pokazalo, da za REIT-e veljajo cikli, ko naložba v REIT ni med donosnimi. Gledano na dolgi rok v celoti takšne občasne anomalije izzvenijo.

Nevarnost za uspešno delovanje REIT-ov predstavlja že obstoječi cikel gibanja cen nepremičnin na nepremičninskem trgu. Lahko se zgodi, da na trgu, kjer so cene visoke, REIT-i ne morejo delovati v smislu za kar so bili ustanovljeni. Prihajajoči cikel padca vrednosti nepremičnin namreč lahko povzroči slabše poslovanje REIT-ov.

Družbe, ki se registrirajo kot REIT, morajo izpolnjevati številne kriterije, da so deležne davčnih ugodnosti. V kolikor se zgodi, da takšna družba v posameznem letu ne zadosti zahtevanim kriterijem, davčne ugodnosti postanejo davčna bremena, kar občutijo tudi investitorji, ki so s tem prikrajšani za pričakovani donos.

5 ANALIZA DONOSNOSTI IN USPEŠNOSTI POSLOVANJA REIT-a

Z analizo donosnosti in uspešnosti poslovanja REIT-a bomo proučili spremembe na dveh področjih:

- ❖ analiza sprememb pri poslovanju družbe pred in po preoblikovanju v REIT na primeru britanskega podjetja in
- ❖ analiza sprememb pri donosnosti naložbe za lastnika REIT-a pred in po preoblikovanju klasične nepremičninske družbe v REIT.

5.1 Analiza donosnosti in uspešnosti poslovanja družbe pred in po preoblikovanju v REIT na primeru nepremičninske investicijske družbe iz Velike Britanije

Pri izboru podjetja, kjer bi analizirali spremembe pri prehodu iz klasične družbe v REIT družbo, smo se omejili na britanska podjetja. Razlog je v tem, da so bili REIT-i v Veliki Britaniji in Nemčiji z zakonodajo sprejeti med zadnjimi (leta 2007), pri čemer so nemški REIT-i ustanovljeni kot nove družbe, kar pomeni, da zanje ni podatkov o poslovanju pred letom 2007. V Veliki Britaniji so status REIT-a pridobile družbe z dolgoletno tradicijo, med njimi tudi The British Land Company PLC, ki ima več desetletno zgodovino in je ena največjih tovrstnih družb v Veliki Britaniji. V analizi se bomo osredotočili na zadnjih deset let

poslovanja te družbe. Ameriški REIT-i so z vidika tovrstne analize manj aktualni, saj so razlike v računovodskem poročanju med US GAAP in MRSP tolikšne, da za slovenske razmere analiza ne bi bila smiselna, poleg tega so bile za ameriške REIT-e izvedene že številne znanstvene analize, ki so navedene v poglavju o donosnosti REIT-ov. Analiza je pripravljena na podlagi podatkov v letnih poročilih REIT-a The British Land, ki so bili objavljeni v času pisanja magistrske naloge.

5.1.1 Kratka predstavitev podjetja British Land

The British Land Company PLC je družba, ki se ukvarja z nepremičninami: z njihovo nabavo, obnovo, gradnjo in – v najpomembnejšem deležu – dajanjem v finančni in poslovni najem. British Land želi doseči nadpovprečno dolgoročno rast vrednosti za delničarja z naslednjimi aktivnostmi, opredeljenimi v korporativni strategiji (British Land, 2008, str. 2):

- ❖ osredotočanje na potrebe strank na nepremičninskih področjih trgovine na drobno in poslovnih prostorov,
- ❖ kreiranje izjemnih dolgoročnih investicij z močnimi zavezami, dolgoročnimi najemninami in z dobrim potencialom rasti,
- ❖ povečevanje zaslužka na podlagi nepremičnin z aktivno prodajo, nabavo, poslovoilstvom in razvojem,
- ❖ maksimiranje zaslužka ob nadzorovanem tveganju s pomočjo optimalnega financiranja in partnerstva z drugimi družbami ter
- ❖ izkoriščanje priložnosti na trgu nepremičnin s podjetniško fleksibilnostjo, z novimi dogovori in financiranjem.

Podjetje poseduje nepremičnine na področju trgovskih centrov in na področju poslovnih prostorov (pisarn). Na dan 31. marec 2008 – njihovo poslovno leto traja od 01. aprila tekočega leta do 31. marca naslednjega leta, slednji datum je tako zaključek njihovega poslovnega leta – je vrednost nepremičnin na področju trgovskih centrov znašala 7,7 milijarde GBP ali 56,9 odstotka vseh nepremičnin te družbe, na področju poslovnih prostorov (pisarne) pa je vrednost na zadnji dan poslovnega leta znašala 5,5 milijarde GBP ali 40,9 odstotka vseh nepremičnin. Vrednost ostalih nepremičnin je znašala 0,3 milijarde GBP, kar predstavlja 2,2 odstotka vseh nepremičnin.

Družba ima sklenjene najemne pogodbe za oddajo nepremičnin v najem, ki v povprečju trajajo 14,7 let, pri čemer je v letu 2007/8 zasedenost kapacitet 97,9-odstotna, ostali britanski konkurenti imajo v povprečju 92,7-odstotno zasedenost. Neto najemnine na letnem nivoju za obdobje april 2007 do marec 2008 znašajo 603 milijone GBP, kar predstavlja 5-odstotni donos.

Poleg direktnega lastništva nepremičnin ima REIT v svoji bilanci stanja evidentirane tudi finančne naložbe v sklade (angl. Funds) in skupne podvige (angl. Joint Venture), ki so na dan 31. marec 2008 znašale 1,5 milijarde GBP. Večino naložb predstavljajo trije aktivni skladi in štirinajst aktivnih skupnih podvigov, ki skupaj predstavljajo 6,9 milijarde nepremičnin. Skladi zagotavljajo družbi British Land udeležbo na njihovih nepremičninah, poleg tega British Land v skladih deluje kot svetovalec za področje

nepremičnin, za kar prejema honorarje, nagrade in plačilo za opravljene storitve. S pomočjo skupnih podvigov British Land pridobiva dostop do zelenih nepremičnin, ki omogočajo ustvarjati dodano vrednost. Skupni podvigi so ustanovljeni v obliki delitve lastništva in nadzora 50:50, ustanovljeni so za določeno obdobje. Financiranje skupnega podviga je navadno zunanje, na podlagi finančne moči ustanovljene družbe.

Več kot 96-odstotno lastništvo družbe British Land predstavljajo banke in podobne finančne institucije. Številčno med lastniki prevladujejo fizične osebe, ki predstavljajo 59% vseh lastnikov, banke pa številčno predstavljajo 37,5 odstotka vseh lastnikov. Nekaj več kot 4 odstotki vseh lastnikov posedujejo 95,6 odstotka vseh delnic, slednji delničarji imajo minimalno 50.000 delnic od skupno skoraj 511 milijonov delnic.

5.1.2 Analiza donosnosti in poslovne uspešnosti družbe pred in po preoblikovanju v REIT

Analiza donosnosti za družbo British Land je pripravljena na podlagi podatkov iz tabel od št. 2 do št. 6, kjer so prikazani kazalniki donosnosti in finančne uspešnosti družbe v primerjavi s konkurenco, v nadaljevanju pa so prikazani računovodski podatki za obdobje zadnjih desetih let, kjer bomo analizirali posamezne kategorije, pomembne pri poslovanju REIT-a.

Tabela 2: Kazalniki finančne uspešnosti družbe The British Land Company PLC

Kazalnik finančne uspešnosti	1-letni	3-letni	5-letni
Celotni donos za delničarja*			
British Land	-38,2%	6,5%	20,0%
Konkurenčna skupina (angl. Peer group)	-27,8%	7,5%	18,2%
FTSE nepremičninski indeks	-33,3%	6,8%	19,8%
Mesto v konkurenčni skupini	5	3	2
Celotni donos**			
British Land	-18,1%	10,7%	12,8%
Konkurenčna skupina (angl. Peer group)	-1,0%	14,7%	13,3%
Mesto v konkurenčni skupini	5	5	3
Rast dobička na delnico			
British Land	23,3%	25,2%	14,4%
Konkurenčna skupina (angl. Peer group)	18,4%	9,4%	6,6%
Mesto v konkurenčni skupini	2	1	1

Opombe: * rast vrednosti delnice plus dividenda na delnico

** sprememba NAV (angl. Net Asset Value = Neto vrednost sredstev) na delnico plus dividenda na delnico

Vir: British Land Annual Report 2008, str. 36

V tabeli št. 2 predstavljamo kazalnike finančne uspešnosti družbe v primerjavi s konkurenco. Celotni donos za delničarja, ki je sestavljen iz rasti vrednosti delnice in dividende na delnico je bil v zadnjem

letu negativen, kar je predvsem posledica velikega padca vrednosti delnice, ki je bila v letu 2007/2008 značilna za celotni britanski trg nepremičninskih vrednostnih papirjev. Na drugi strani se je vrednost dividende na delnico glede na preteklo leto povečala za 80 odstotkov, kar je posledica preoblikovanja družbe v REIT in posledično visoko, 100-odstotno izplačilo dobička, ustvarjenega z nepremičninsko dejavnostjo. Za obdobje preteklih treh in petih letih je značilno, da zadnje leto zelo neugodno vpliva na skupen donos za delničarja. Na dolgi rok se pričakuje stabilen donos, kot je za nepremičninsko dejavnost značilno. Gibanje celotnega donosa za delničarja je zelo podobno tudi na nivoju konkurenčne skupine in FTSE nepremičninskega indeksa. V času trenutne finančne krize se nadaljuje padec cen delnic, kar pomeni, da se tudi celotni donos za delničarja zmanjšuje.

Celotni donos družbe British Land, izračunan kot seštevek NAV na delnico in dividende na delnico je v vseh obdobjih nižji kot celotni donos za delničarja, k čemur največ prispeva NAV na delnico, kjer je NAV izračunan kot neto vrednost sredstev v skladu z navodili organizacije EPRA.

Rast dobička na delnico je pozitivna, saj izračun kazalnika med drugim izključuje izgubo iz prevrednotenja, ki je v letu 2007/2008 močno vplivala na celotni donos podjetja. Podjetje je namreč v skladu s ponovno oceno premoženja prikazalo visoko izgubo iz prevrednotenja, kar je posledica spremembe vrednosti nepremičnin na britanskem trgu v zadnjem letu. Prikazana rast dobička je tako osredotočena na nepremičninske dejavnosti, ki kaže, da je podjetje svoje storitve upravljanja nepremičnin v vseh obdobjih v primerjavi s konkurenco opravljala zelo dobro.

V tabelah št. 3 do št. 6 so povzeti podatki o desetletnem poslovanju družbe British Land. Podatki za leta 2005 do 2008 so pripravljeni v skladu z MRS oziroma MSRP. Podatki za leto, ki se konča 31. marca 2004, in za vsa predhodna leta so pripravljeni v skladu z UK GAAP (Britanski računovodski standardi) in so prilagojeni, da prikazujejo primerljive vrednosti glede na podatke pripravljene v skladu z MRS oziroma MSRP. Britanska podjetja so z letom 2005 prešla na poročanje v skladu z Mednarodnimi računovodskimi standardi.

V tabeli št. 3 prikazujemo izbrane postavke iz izkaza poslovnega izida. V začetku se nahajajo bruto prihodki iz najemnin, ki vključujejo tudi delež prihodkov, ki pripadajo družbi British Land glede na lastniške deleže v skladih in skupnih podvigih. V zadnjih desetih letih prihodki rastejo v povprečju s 6,5-odstotno letno rastjo. Uvedba statusa REIT-a v tej kategoriji ne predstavlja bistvenih sprememb, saj je podjetje že pred spremembo statusa opravljalo enake posle kot tudi kasneje. Honorarji in druge prihodki ne predstavljajo pomembnega vira prihodkov, nastajajo pa na podlagi opravljenih storitev svetovanja in podobnega v skladih in skupnih podvigih, za kar British Land prejema ustrezno nadomestilo. Tudi stroški obresti se v letih absolutno gledano bistveno ne spreminjajo, v tabeli št. 5 bomo preverili, kako se v času spreminja efektivna obrestna mera. Administrativni stroški prav tako ne predstavljajo pomembnega deleža v vseh stroških, so se pa od leta 2004 dalje hitro višali, v zadnjem letu pa so se ponovno zmanjšali. Ugotovljeni poslovni rezultat iz poslovanja je v vseh letih pozitiven (dobiček), v zadnjih štirih letih je opazna rast, povprečno 18 odstotkov letno. Pomembna sprememba je razvidna na področju izplačila dividend, saj je v zadnjem letu znesek izplačanih dividend višji za 77 odstotkov, pri čemer je bila rast operativnega dobička le 11-odstotna. Tu je torej opazen vpliv spremenjene

zakonodaje, saj je British Land kot REIT izplačal 100-odstotni delež dobička, ugotovljenega na podlagi davčne zakonodaje za REIT-e.

Tabela 3: Podatki iz izkaza poslovnega izida za družbo British Land

Podatki iz izkaza poslovnega izida	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP
Bruto prihodki iz najemnin*	709	706	751	630	566	552	514	476	444	376
Neto prihodki iz najemnin	667	661	701	585	523	514	477	452	419	357
Honorarji in drugi prihodki	40	50	50	9	6	3	10	13	5	5
Stroški obresti (neto)	-350	-370	-436	-360	-336	-326	-318	-312	-283	-233
Administrativni stroški	-73	-84	-87	-53	-44	-44	-41	-32	-29	-20
Dobiček iz poslovanja	284	257	228	181	149	147	128	121	112	109
Izredni stroški	0	-305	-122	-180	0	0	0	-84	0	-68
Plačane dividende	161	91	84	77	67	65	61	57	92	0

Opombe: * vključeni delež prihodkov iz skladov in skupnih podvigov

Vir: British Land Annual Report 2008, str. 105

V tabeli 4 prikazujemo ključne postavke iz bilance stanja. Ena najpomembnejših kategorij v bilanci stanja REIT-a so nepremičnine. Družba mora nepremičnine vrednotiti po tržni ceni, kar vsako leto povzroča pomembne spremembe v bilanci stanja ter posledično v izračunih donosnosti in uspešnosti poslovanja. Vrednost nepremičnin v skladu z izvedeno ceno raste v večini let konstantno s povprečno stopnjo rasti v višini 11 odstotkov, vrednost doseže svoj vrh v letu 2007. V poslovnem letu 2007/2008 pa je opazen 20-odstotni padec vrednosti nepremičnin, kar je v večji meri posledica padca tržnih cen nepremičnin na britanskem področju, delno pa je padec tudi posledica zmanjšanja obsega nepremičnin v lasti British Land-a. Omenjen padec slučajno sovpada z uvedbo statusa REIT, vendar ni posledica uvedbe nove davčne zakonodaje. Kot smo omenjali že v preteklih poglavjih, je bil britanski nepremičninski trg nekoliko »pregret« in se je v letu 2007 to odrazilo na padcu cen nepremičnin. Analitiki predvidevajo, da se bo padec kmalu umiril in bo na dolgi rok dosežena stabilna stopnja rasti.

Neto dolg (angl. Net debt; dolgovi minus sredstva, v tabeli 4 je rezultat negativna vrednost) družbe se giba sorazmerno glede na potrebe zadolževanja zaradi novih nakupov nepremičnin ali novih investicij. V letih raste skladno z obsegom vrednosti nepremičnin. V tabeli št. 5 prikazujemo delež financiranja nepremičnin z neto dolgom. Absolutno gledano se zaradi spremembe statusa v družbi obseg neto dolga ni spremenil.

EPRA NAV, prikazan v tabeli št. 4, je kazalnik, ki se izračunava v skladu z metodologijo organizacije EPRA in predstavlja prilagojeno neto vrednost sredstev (angl. Net asset value). Osnovni izračun sredstva minus obveznosti je popravljen za določene postavke, vezane na tržne razmere, davke in podobno. V razpredelnici je razvidno, da vrednost neto sredstev do leta 2007 raste, v letu 2007/2008 pa je opazen padec, ki je posledica že omenjenega prevrednotenja vrednosti nepremičnin zaradi sprememb cen le-teh na trgu.

Tabela 4: Podatki iz bilance stanja za družbo British Land

Podatki iz bilance stanja	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP	mio GBP
Vrednost nepremičnin v skladu z izvedeno cenitvijo	13.471	16.903	14.414	12.507	10.639	9.646	9.300	8.860	8.210	6.628
Neto dolg (dolgovi minus sredstva)	-6.413	-7.714	-6.684	-6.538	-5.397	-4.993	-4.632	-4.453	-4.369	-3.122
Druge sredstva in obveznosti (obveznosti minus sredstva)	-122	-300	72	-56	-157	-142	167	251	255	255
EPRA NAV (prilagojena neto vrednost sredstev)	6.936	8.862	7.802	5.913	5.085	4.511	4.835	4.658	4.096	3.761

Vir: British Land Annual Report 2008, str. 105

Primerjava kategorij iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida nam prikaže nekatere informacije glede medsebojne povezave posameznih kategorij. V tabeli št. 5 tako najprej prikazujemo delež neto prihodkov iz najemnin v vrednosti nepremičnin po izvedeni cenitvi. Na kazalnik vpliva cenitev nepremičnin, kar je predvsem razvidno v zadnjem letu, ko je vrednost nepremičnin nižja kot v preteklem letu, neto prihodki iz najemnin pa se bistveno niso spremenili. V zadnjih desetih letih ima kazalnik vrednost okoli 5 odstotkov, kar pomeni, da se z neto prihodki iz najemnin vrednost nepremičnine povrne v dvajsetih letih. To je seveda dokaj dolgo obdobje, vendar moramo pri tem upoštevati, da REIT poleg najemnine pridobiva na vrednosti tudi s pomočjo rasti vrednosti nepremičnin.

Dobiček iz poslovanja glede na vrednost nepremičnin je podoben kazalnik kot neto prihodki iz najemnin glede na vrednost nepremičnin, le da je tu prisoten še vpliv administrativnih stroškov ter stroškov obresti. V zadnjih desetih letih se delež operativnega dobička v vrednosti nepremičnin giblje v višini od 1,4 do 2,1 odstotka, kar kaže na dokaj nizko stopnjo dobičkonosnosti nepremičnin, vendar je to za to dejavnost značilno.

Stroški obresti glede na neto povprečni dolg so v zadnjih letih vedno nižji, kar kaže na vedno bolj ugodno efektivno obrestno mero pri zadolževanju. K temu je prav gotovo pripomogel tudi globalen padec obrestnih mer.

Povprečni neto dolg glede na vrednost nepremičnin nam pove, kolikšen delež nepremičnin je v povprečju financiran z dolgom. Delež se v vseh letih giblje med 42 odstotki in 53 odstotki. Najvišji je v zadnjem letu, kar je posledica postopnega zmanjševanja dolga glede na vrednost nepremičnin. Sprememba statusa družbe v REIT tu vpliva delno, saj morajo britanski REIT-i ustrezati predpisom tudi na področju zadolževanja.

Kazalnik plačane dividende glede na ustvarjeni dobiček iz poslovanja nam pokaže, kolikšen delež dobička iz poslovanja je namenjen dividendam. V zadnjem letu je opazen visok delež izplačila v višini 56,7 odstotka, kar je posledica že omenjene spremembe zakonodaje in prehoda družbe v status REIT. Kljub tako visokemu deležu vidimo, da davčni izračun dobička, ki je namenjen dividendam, precej odstopa od izračuna celotnega dobička.

Tabela 5: Primerjava kazalnikov iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida za družbo British Land

Primerjava kazalnikov iz BS in IPI	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Neto prihodki iz najemnin / Vrednost nepremičnin v skladu z izvedeno cenitvijo	5,0	3,9	4,9	4,7	4,9	5,3	5,1	5,1	5,1	5,4
Stroški obresti (neto) / Neto povprečni dolg	5,0	5,1	6,6	6,0	6,5	6,8	7,0	7,1	7,6	7,5
Dobiček iz poslovanja / Vrednost nepremičnin v skladu z izvedeno cenitvijo	2,1	1,5	1,6	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6
Plačane dividende / Dobiček iz poslovanja	56,7	35,4	36,8	42,5	45,0	44,2	47,7	47,1	82,1	0,0
Neto povprečni dolg / Vrednost nepremičnin v skladu z izvedeno cenitvijo	52,4	42,6	45,9	47,7	48,8	49,9	48,8	49,8	45,6	47,1

Vir: Lasten izračun na podlagi tabele št. 3 in tabele št. 4

Podatki o donosnosti kapitala za družbo British Land so prikazani v tabeli 6. Rast NAV (angl. Net Asset Value, neto vrednost sredstev) je bila negativna v letu 2007/2008 in v letu 2002/2003, kar je posledica že omenjene cenitve nepremičnin na podlagi tržnih cen. Najvišja rast je bila dosežena leta 2005/2006, ko je bilo za Veliko Britanijo značilno obdobje rasti cen nepremičnin. Celotni donos je računat na podlagi dobička, ki vključuje tudi izredne finančne postavke. V zadnjem letu je donos negativen, saj je prisoten vpliv cenitve, v primerjavi s celotnim donosom pred izrednimi postavkami pa je razlika vidna v letih, ko so se izredne finančne postavke pojavile. Iz podatkov je razvidno, da je, z izjemo zadnjega leta, celotni donos na kapital pozitiven in na dolgi rok predstavlja stabilno naložbo z visokim donosom.

Tabela 6: Podatki o donosnosti kapitala za družbo British Land

Donosnost kapitala	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Rast NAV	-21,6	13,6	31,9	15,5	12,7	-6,7	3,8	13,7	8,9	6,0
Celotni donos	-18,1	14,3	33,2	16,4	13,0	7,4	4,2	14,1	9,4	6,0
Celotni donos – pred izrednimi prihodki	-18,1	21,3	34,6	18,8	13,0	7,4	4,2	15,6	9,4	7,4

Vir: British Land Annual Report 2008, str. 105

Na podlagi analiziranih podatkov, predstavljenih v tabelah od 2 do 6, ugotavljamo da, pri poslovanju družbe British Land s spremembo statusa ob prehodu v REIT, ni bilo bistvenih sprememb v poslovanju. Razlika se je pojavila pri obdavčenju ustvarjenega dobička, kar je ugodno predvsem za lastnike družbe, saj so le-ti prejeli mnogo višje dividende kot v preteklih letih.

Na uspešnost poslovanja analiziranega REIT-a je v zadnjem letu močno vplival zunanji dejavnik, ki ni povezan z uveljavitvijo nove zakonodaje na področju nepremičninskega poslovanja podjetij – padec cen nepremičnin na britanskem trgu. Posledično je bila v podjetju British Land ustvarjena izguba iz prevrednotenja, odziv na trgu vrednostnih papirjev pa je povzročil tudi padec cen delnic nepremičninskih podjetij. Kljub predhodni visoki rasti cen nepremičnin ta pojav za mnoge ni bil pričakovan, napovedi za naslednja leta pa so usmerjena k stabilizaciji cen in na dolgi rok pričakovani stabilni rasti tako cen nepremičnin kot tudi z njimi povezanim poslovanjem REIT-ov, ki lastnikom prinašajo donos v obliki dividende in rasti vrednosti delnice podjetja.

5.2 Analiza finančne naložbe v delniško družbo in finančne naložbe v REIT na primeru delničarja nepremičninske investicijske družbe iz Velike Britanije

Kot smo ugotovili pri analizi poslovanja družbe British Land, se z uvedbo nove zakonodaje na področju delovanja REIT-ov največ spremeni pri donosu investitorjev v nepremičninske investicijske družbe oziroma REIT-e. V tem poglavju bomo zato proučili, kakšne posledice so se zgodile pri lastniku nepremičninske družbe, kjer imamo najprej naložbo v klasično nepremičninsko družbo, nato pa družba pridobi status REIT-a. To bomo prikazali na podlagi podatkov podjetja British Land, ki je pred letom 2007 poslovalo kot klasično nepremičninsko podjetje, kasneje pa kot REIT.

Britanska zakonodaja je omejila lastništvo delnic REIT-a na manj kot 10 odstotkov, zato bomo analizirali spremembe v donosnosti naložbe v nepremičninsko družbo pred in po preoblikovanju v REIT za navedeni delež lastništva pri pravni osebi – v skladu z MSRP se ustvarjeni kapitalski dobiček (izguba) pri prodaji vrednostnih papirjev knjiži med finančne prihodke oziroma odhodke. V grafikonih št. 6, 7 in 8

ter v tabelah od št. 7 do št. 10 predstavljamo ključne podatke, na podlagi katerih bomo ugotovili, kakšne razlike v donosnosti so se pojavile pri naložbi v družbo British Land.

Lastnik naložbe v nepremičninsko družbo po priporočilih svetovnih nepremičninskih organizacij (EPRA, NAREIT) ugotavlja donosnost naložbe na podlagi:

- ❖ plačane dividende in
- ❖ ustvarjenega kapitalskega dobička ob prodaji delnice.

V grafikonu št. 6 so prikazane vrednosti dividende na delnico British Land-a, ki so bile napovedane v preteklih letih. V grafikonu je razvidno, da je dividenda najbolj porasla v letu 2007-2008, ko je družba izplačala 100-odstotni delež dobička iz naslova nepremičninske dejavnosti, kar je posledica spremenjene zakonodaje, kjer ob tako visokem deležu izplačila dobička družbi ni potrebno plačati davka od dohodka (dobička) pravnih oseb. Napovedana dividenda na delnico je rasla iz 11,5 penija na delnico v letu 2000-2001 do 35 penijev v letu 2007-2008. Načrtovana dividenda za leto 2008-2009 je 37 penijev na delnico. Dejansko izplačana dividenda je bila v letih 2001 do 2008 nižja od napovedane, kar je posledica posebne dodatne obdavčitve dividend – gre za plačilo davka po odbitku, ki ga je tudi za leto 2007-2008 družba British Land plačala za del dividend, ki se nanašajo na ustvarjen dobiček, ki ne izvira iz nepremičninske dejavnosti (angl. non-PID oz. non property income distribution). Razlika med celotno in izplačano dividendo je razvidna v tabeli št. 8.

Grafikon 6: Dividenda na delnico za družbo British Land (v penijih)

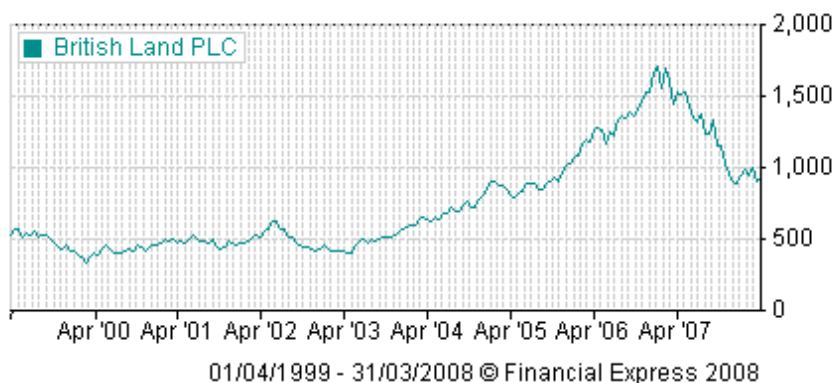


*Višina dividende za leto 2008/2009 je načrtovana

Vir: <http://www.britishland.com/dividends.htm>, 28. junij 2008

Gibanje vrednosti delnice British Land-a je razvidno v grafikonu 7. V letu 1999 se je vrednost gibala okoli 500 penijev za delnico, najvišjo vrednost je dosegla v letu 2007, ko se je le-ta gibala okoli 1.700 penijev, do aprila 2008 pa je padala in je tako znašala le še okoli 1.000 penijev. Padec v zadnjem letu je posledica krize na nepremičninskem trgu, o kateri smo že govorili v preteklih poglavjih.

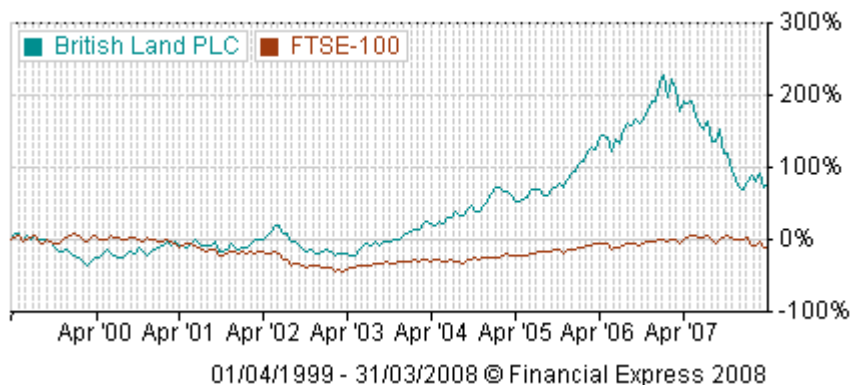
Grafikon 7: Gibanje vrednosti delnice podjetja British Land od 1. aprila 1999 do 31. marca 2008, v penijih



Vir: www.britishland.com/share_price_analysis_tools.aspx?tool=chart, 28. junij 2008

Visoka rast v letih 2005 do 2007 je še posebej razvidna v primerjavi z indeksom FTSE 100, kar je prikazano v grafikonu št. 8. V izračun indeksa FTSE 100 je vključena tudi družba British Land. Gibanje cene delnice British Land, glede na gibanje indeksa FTSE 100 v letih 2007 in 2008 kaže, da se cena delnice proučevanega REIT-a približuje povprečju 100-tih največjih družb, ki so vključene v izračun indeksa FTSE.

Grafikon 8: Gibanje vrednosti delnice British Land glede na gibanje borznega indeksa FTSE-100, v odstotkih



Vir: http://www.britishland.com/share_price_analysis_tools.aspx?tool=chart, 28. junij 2008

V nadaljevanju so v tabelah od 7 do 10 navedeni podatki o NAV na delnico, poslovnem izidu na delnico, dividendi na delnico, vrednosti delnice podjetja na Londonski borzi vrednostnih papirjev ter na podlagi teh podatkov izveden račun skupne donosnosti za delničarja družbe British Land – pravno osebo, ki je zavezanec za davek v Veliki Britaniji.

Tabela 7: NAV na delnico in poslovni izid na delnico za družbo British Land

Kategorija	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
NAV / delnico, v penijih	1.344	1.682	1.486	1.128	975	867	811	781	687	631
Medletna rast NAV / delnico, v %	-20	13	32	16	12	7	4	14	9	-
Skupna rast NAV / delnico (1999 = bazno leto), v %	113	167	135	79	55	37	29	24	9	-
Medletna rast NAV / delnico, absolutno v penijih	-338	196	358	153	108	56	30	94	56	-
(Izguba) Dobiček / delnico, v penijih	-303	470	227	126	34,5	27,1	30,2	13,8	24,8	10,9
Razdeljen (angl. diluted) dobiček na delnico, v penijih	53	43	36	27	34,5	27,1	30,2	26,3	24,8	20,6

Viri: British Land Annual Report 2008, str. 105 ter lasten izračun

Pri oceni, katera bi bila prava tržna cena delnice, si delničar lahko pomaga s kazalnikom NAV/delnico, ali po priporočilih organizacije EPRA, t.i. EPRA NAV na delnico. V tabeli št. 7 prikazujemo kazalnik NAV na delnico, njegovo medletno rast, rast glede na bazno leto 1999 in absolutno medletno rast. Vsebina sprememb je že opredeljena v tabeli št. 4, kjer smo analizirali kazalnik NAV. Posebej v tabeli št. 7 predstavljamo še vrednost dobička na delnico, ki ga družba British Land izračunava na dva načina, prvega v skladu z MSRP oz. UK GAAP, drugega v skladu s priporočili organizacije EPRA, ki je prilagojen za področje nepremičnin. Izkazan poslovni izid na delnico v skladu z MSRP oz. UK GAAP je v zadnjem letu negativen zaradi vpliva prevrednotenja nepremičnin, prav tako je prevrednotenje močno vplivalo na poslovni izid v skladu z MSRP v letu 2007, takrat je poslovni izid izboljšalo.

Tabela 8: Dividenda na delnico za družbo British Land

Kategorija	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Plačana dividenda v letu, v penijih	32,3	17,4	16,1	14,9	13,7	12,7	11,7	11,1	20,4	-
Napovedana dividenda v letu, v penijih	35	20,4	17	15,7	14,5	13,4	12,4	11,5	10,9	10,3
Medletna rast plačane dividende / delnico, v %	85,6	8,1	8,1	8,8	7,9	8,5	5,4	-45,6	-	-
Plačana dividenda / (NAV/delnico), v %	2,40	1,03	1,08	1,32	1,41	1,46	1,44	1,42	2,97	-
Plačana dividenda / oslabljen dobiček na delnico, v %	60,9	40,5	44,7	55,2	39,7	46,9	38,7	42,2	82,3	-

Viri: British Land Annual Report 2008, str. 105 ter lastni izračuni na podlagi podatkov v tabelah 7 in 8

V tabeli št. 9 predstavljamo absolutne vrednosti cene delnice na dan 31. marec v posameznem letu, oziroma na zadnji delovni dan pred tem datumom, saj je to zadnji dan poslovnega leta kot ga upošteva British Land. Poleg cene delnice navajamo tudi njeno:

- ❖ medletno rast (v odstotkih in absolutno) ter absolutni donos za delničarja po obdavčitvi kapitalskega dobička,
- ❖ absolutno in relativno rast glede na bazno ceno na dan 31. marec 1999 ter absolutni donos za delničarja po obdavčitvi kapitalskega dobička v posameznem obdobju ter
- ❖ absolutno in relativno rast glede na bazno ceno na dan 31. marec 2008 in nazaj ter absolutni donos za delničarja po obdavčitvi kapitalskega dobička v posameznem obdobju.

Gibanje vrednosti delnice družbe British Land v tabeli št. 9 smo analizirali na več nivojih:

- ❖ medletna rast prikazuje donos v primerjavi s preteklim letom (cena delnice je podana za dan 31. marec v vsakem letu, ki za družbo British Land predstavlja zadnji dan poslovnega leta),
- ❖ skupna rast vrednosti delnice je prikazana glede na leto 1999, torej, kakšen donos je delničar dosegel, če je v delnice investiral 31. marca 1999,
- ❖ rast vrednosti delnice je prikazana glede na število let, ko je delničar lastnik delnic, torej skupna rast od leta, ko jih je pridobil, pa do 31. marca 2008.

S kazalnikom plačana dividenda glede na ceno delnice smo želeli preveriti, kako pomemben vpliv predstavlja višja vrednost plačane dividende, ki se je zgodila ob prehodu družbe v REIT status. Pri analizi donosnosti za delničarja ob prehodu družbe v REIT lahko ugotovimo, da se je pomembno spremenila vrednost izplačane dividende, saj je v letu 2007/2008 le-ta znašala 3,5 odstotka tržne vrednosti delnice, medtem ko je v preteklih obdobjih, ko družba še ni imela statusa REIT-a, izplačana dividenda predstavljala nekaj več kot odstotek tržne vrednosti delnice. Ugotovimo lahko, da je rast deleža dividende glede na ceno delnice pomemben, saj je glede na preteklo leto višji za 2,4 odstotne točke. Pomen rasti dividende glede na neto vrednost sredstev glede na delnico je nekoliko nižji, in sicer znaša 1,4 odstotne točke, kar je razvidno v tabeli št. 8.

Z izračunom razmerja med NAV/delnico in ceno delnice v tabeli št. 9 smo želeli preveriti, kako se trg odziva na knjigovodsko vrednost delnice, ki je v nepremičninski dejavnosti prikazana kot NAV/delnico. Na podlagi izračuna je razvidno, da je NAV/delnico vedno višji kot tržna cena delnice, iz česar lahko sklepamo, da tržna cena delnice v vseh letih ni bila precenjena. Precenjene so bile lahko le cene nepremičnin, katerih lastnik je nepremičninska investicijska družba ali REIT.

Tabela 9: Vrednost delnice družbe British Land

Kategorija	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Vrednost delnice na Londonski borzi v.p. na dan 31. marec v letu, v penijih	918	1.528	1.242	804	653	411	518	500	401	532
Medletna rast vrednosti delnice, v %	-40	23	54	23	59	-21	4	25	-25	-
Medletna rast delnice, absolutno, v penijih	-610	286	438	151	242	-107	18	99	-131	-
Medletni kapitalski donos po 30% obdavčitvi, absolutno, v penijih	-610	200	307	106	169	-107	13	69	-131	-
Skupna rast vrednosti delnice (1999 = bazno leto), v %	73	187	133	51	23	-23	-3	-6	-25	-
Skupna rast vrednosti delnice (1999 = bazno leto), absolutno, v penijih	386	996	710	272	121	-121	-14	-32	-131	-
Kapitalski donos po 30% obdavčitvi, absolutno, v penijih (bazno leto = 1999)	270	697	497	190	85	-121	-14	-32	-131	-
Skupna rast vrednosti delnice (bazno leto = 2008 in padajoče), v %	0	-40	-26	14	41	123	77	84	129	73
Skupna rast vrednosti delnice (bazno leto = 2008 in padajoče), absolutno, v penijih	0	-610	-324	114	265	507	400	418	517	386
Kapitalski donos po 30% obdavčitvi, absolutno, v penijih (bazno leto = 2008 in padajoče)	0	-610	-324	80	186	355	280	293	362	270
Plačana dividenda / cena delnice, v %	3,5	1,1	1,3	1,9	2,1	3,1	2,3	2,2	5,1	-
(NAV/delnico) / cena delnice, koeficient	1,5	1,1	1,2	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	1,7	1,2

Viri: British Land Annual Report 2008, str. 105, www.britishland.com/share_price_analysis_tools.aspx?tool=chart, 28. junij 2008 ter lastni izračuni na podlagi navedenih virov

V tabeli št. 10 predstavljamo analizo skupne donosnosti za delničarja družbe British Land. Analiza je izvedena na treh časovnih intervalih:

- ❖ enoletni nivo: kakšen je skupni donos za delničarja, če je delnico kupil na dan 31. marec v preteklem letu in jo prodal na dan 31. marec v tekočem letu, pri čemer smo upoštevali, da mu za to obdobje pripada tudi izplačana dividenda,
- ❖ večletni nivo, bazno leto je leto 1999: tu smo upoštevali, da je delničar delnico kupil 31. marca 1999, v časovni vrsti pa je razvidno, kakšen donos je bil ustvarjen, če je delnico prodal na dan 31. marec v tekočem letu, pri čemer smo upoštevali, da mu za obdobje lastništva pripada tudi izplačana dividenda in

- ❖ večletni nivo, pri čemer se leto nakupa premika iz leta 2008 do leta 1999, lastništvo pa traja do 31. marca 2008, tudi tu smo upoštevali pripadajočo izplačano dividendo.

V vseh primerih upoštevamo obdavčitev ustvarjenega kapitalskega dobička pri prodaji vrednostnih papirjev v višini 30 odstotkov, kar velja po britanski davčni zakonodaji. Dividende so obdavčene na viru, zato upoštevamo izplačane dividende, ki so že obdavčene.

Tabela 10: Skupni donos za delničarja družbe British Land

Kategorija	MSRP				UK GAAP					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Absolutni donos za delničarja na letnem nivoju (izplačana dividenda + obdavčeni kapitalski dobiček), v penijih	-578	218	323	121	183	-94	24	80	-111	-
Enoletni donos za delničarja (absolutni donos / cena delnice ob nakupu), v %	-38	18	40	18	45	-18	5	20	-21	-
Kumulativna plačana dividenda, v penijih (bazno leto = 1999)	150,3	118	100,6	84,5	69,6	55,9	43,2	31,5	20,4	0
Absolutni donos za delničarja na večletnem nivoju (kum. izplačana dividenda + obdavčeni kapitalski dobiček), bazno leto = 1999, v penijih	421	815	598	275	154	-65	29	-1	-111	-
Večletni donos za delničarja (absolutni donos / cena delnice ob nakupu), leto nakupa delnice = 1999, v %	79	153	112	52	29	-12	5	0	-21	-
Povprečni letni donos, v %	7	12	11	7	5	-3	2	0	-21	-
Kumulativna plačana dividenda, v penijih (bazno leto = 2008)	0	32,3	49,7	65,8	80,7	94,4	107,1	118,8	129,9	150,3
Absolutni donos za delničarja na večletnem nivoju (kum. izplačana dividenda + obdavčeni kapitalski dobiček), leto nakupa delnice = 2008 in nazaj, v penijih	0	-578	-274	146	266	449	387	411	492	421
Večletni donos za delničarja (absolutni donos / cena delnice ob nakupu), leto nakupa = 2008 in nazaj, v %	0	-38	-22	18	41	109	75	82	123	79
Povprečni letni donos, v %	0	-38	-11	6	9	16	10	9	11	7

Viri: Lastni izračuni na podlagi tabel št. 7 do št. 9

Pri analizi skupne donosnosti za delničarja na medletnem nivoju je razvidno, da je le-ta v letih zelo različna. Na podlagi enoletne donosnosti torej potencialni investitor tvega veliko bolj kot v primeru večletne investicije, kar je razvidno iz primerjalne analize večletne donosnosti. V tabeli št. 10 je prikazano, da je delničar ob nakupu delnice v letu 1999 najvišji donos dosegel po preteku osmih let od nakupa, in sicer 153-odstoten, pri čemer je v zadnjem letu njegov skupni donos zelo padel, zaradi že

večkrat omenjenega padca cen nepremičnin in posledično cen vrednostnih papirjev nepremičninskih družb na britanskem trgu. Najvišji povprečni letni donos je dosegel delničar, ki je delnico prodal v letu 2006.

Pri analizi donosnosti večletnega lastništva, če je delničar delnico kupil po letu 1999, v letu 2008 pa je še vedno njen lastnik, je razvidno, da je najvišji skupni donos dosežen v primeru nakupa delnice v letu 2000, in sicer po obdavčitvi 123-odstoten, najvišji povprečni letni donos pa je dosegel delničar, ki je delnico kupil 31. marca 2003 in jo prodal 31. marca 2008.

Na koncu lahko povzamemo, da se je donosnost za delničarja družbe, ko je le-ta pridobila status REIT-a, spremenila predvsem na področju izplačane dividende, pri čemer izvzemamo vpliv zunanjega dejavnika, to je padca cen vrednosti nepremičnin in posledično cen delnic. Izplačana dividenda se je bistveno povišala, v družbi British Land za 85,6 odstotka, medtem ko se je v preteklih letih poviševala za okoli 8 odstotkov letno. V skupni donosnosti se je ob padcu cen vrednosti delnic ponder pomembnosti izplačane dividende povišal. To pomeni, da se je skupna donosnost na podlagi višjega izplačila dividend povišala za eno do dve odstotni točki, kar je razvidno na podlagi izračunanega kazalnika plačana dividenda / tržna cena delnice v tabeli št. 9.

6 REIT-i V ČASU FINANČNE KRIZE

Z analizo REIT-ov v času finančne krize proučujemo povezanost kazalnika neto vrednost sredstev na delnico (angl. Net Asset Value per share, oz. NAV/delnico) in tržne vrednosti delnice REIT-ov pred in med finančno krizo v Veliki Britaniji. Z računovodskega vidika je zanimiva stopnja povezave med prilagojeno knjigovodsko vrednostjo delnice (NAV/delnico) in njeno tržno vrednostjo pred krizo in v času finančne krize. Poleg navedene analize so predstavljene tudi značilnosti gibanja tržne vrednosti delnic REIT-ov na borzah vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike in povezanost spremembe tržne vrednosti delnice s koeficientom beta, ki kaže stopnjo tveganja podjetja. Statistična analiza je pripravljena s programom SPSS.

6.1 STATISTIČNA ANALIZA POVEZANOSTI KAZALNIKA NAV/DELNICO IN TRŽNE VREDNOSTI DELNICE V VELIKI BRITANiji

6.1.1 Metodologija

V Veliki Britaniji REIT-i za prikazovanje uspešnosti poslovanja zelo pogosto uporabljajo kazalnik NAV/delnico, ki ga primerjajo s preteklimi obdobji. Kazalnik je prilagojen za pogoje poslovanja REIT-ov, po vsebini pa predstavlja knjigovodsko vrednost delnice za podjetja, ki poslujejo na nepremičninskem področju. V analizi proučujemo povezavo med kazalnikom NAV/delnico in tržno vrednostjo delnice.

Finančna kriza je časovno v analizi omejena na obdobje od aprila 2007, kjer so borzni tečaji dosegli enega svojih vrhov in je s tem časovno omejen začetek trenutne finančne krize, do aprila 2009, ko borzni analitiki opredeljujejo najnižjo točko recesije in pričakujejo ponovno rast. Poleg tega so REIT-i v Veliki Britaniji uveljavljeni šele od začetka leta 2007, pred tem pa so poslovali kot nepremičninska podjetja. To je eden glavnih razlogov, da je število REIT-ov še dokaj nizko, sploh v primerjavi z ZDA. Pri zbiranju podatkov kazalnika NAV/delnico smo upoštevali zadnji objavljeni podatek glede na datum tržne vrednosti delnice. Pri zbiranju podatkov o REIT-ih za nekatere od njih nismo pridobili vseh podatkov. Najpogostejši razlog za to je, da REIT ne deluje v celotnem obdobju proučevanja, poleg teh pa je prisoten primer, ko REIT ne deluje na borzi vrednostnih papirjev v Veliki Britaniji. Ti REIT-i v analizi niso upoštevani. Statistični vzorec je tako majhen ($N = 15$). Vsi pridobljeni podatki so prikazani v prilogi št. 2.

6.1.2 NAV/delnico in tržna vrednost delnic REIT-ov v času finančne krize

Kazalnik NAV/delnico in tržna vrednost delnice sta numerični spremenljivki. V tabeli št. 11 je prikazanih pet najmanj donosnih REIT-ov v Veliki Britaniji v času finančne krize, merjeno kot sprememba vrednosti delnice na trgu vrednostnih papirjev. Padec tečajev delnic na borzi vrednostnih papirjev je izredno visok, najvišji padec beleži Workspace Group, ki nepremičnine oddaja v najem malim in srednje velikim podjetjem v okolici Londona.

Tabela 11: REIT-i v Veliki Britaniji z najnižjo donosnostjo v času finančne krize

Zap. št.	UK REIT-i, "London Stock Exchange"	Oznaka za trgovanje na "London Stock Exchange"	Sprememba tržne vrednosti delnice v izbranem obdobju v %
1.	Workspace Group	WKP	-97,35
2.	SEGRO - Slough Estates Group	SGRO	-97,34
3.	Brixton	BXTN	-95,45
4.	Town Centre Securities	TCSC	-85,13
5.	Hammerson	HMSO	-83,48

Vir: Priloga 1

V tabeli št. 12 so prikazani Britanski REIT-i z najvišjo donosnostjo v času finančne krize, ki pa je negativna. Najmanjši padec tečajev je beležila delnica REIT-a Primary Health Properties, ki svoje nepremičnine oddaja v najem zdravstvenim ustanovam.

Tabela 12: REIT-i v Veliki Britaniji z najvišjo donosnostjo v času finančne krize

Zap. št.	UK REITs, "London Stock Exchange"	Oznaka za trgovanje na "London Stock Exchange"	Sprememba tržne vrednosti delnice v izbranem obdobju v %
1.	Primary Health Properties	PHP	-46,23
2.	Mucklow (A & J) Group	MKLW	-49,97
3.	Shaftesbury	SHB	-61,08
4.	Big Yellow	BYG	-64,54
5.	Derwent London	DLN	-64,55

Vir: Priloga 1

V tabeli št. 13 in tabeli št. 14 so prikazani REIT-i z najvišjo in najnižjo spremembo vrednosti kazalnika NAV/delnico. Najvišji padec beleži REIT British Land. REIT Big Yellow je proučevanem obdobju neto vrednost sredstev na delnico povišal, in sicer za 34,15 odstotka.

Tabela 13: REIT-i v Veliki Britaniji z najvišjim padcem NAV/delnico v času finančne krize

Zap. št.	UK REITs, "London Stock Exchange"	Oznaka za trgovanje na "London Stock Exchange"	Sprememba NAV/delnico v izbranem obdobju v %
1.	British Land	BLND	-55,40
2.	Town Centre Securities	TCSC	-44,35
3.	Liberty International	LII	-43,86
4.	SEGRO - Slough Estates Group	SGRO	-37,81
5.	Workspace Group	WKP	-31,76

Vir: Priloga 1

Tabela 14: REIT-i v Veliki Britaniji z najnižjim padcem oz. najvišjo rastjo NAV/delnico v času finančne krize

Zap. št.	UK REITs, "London Stock Exchange"	Oznaka za trgovanje na "London Stock Exchange"	Sprememba NAV/delnico v izbranem obdobju v %
1.	Big Yellow	BYG	34,15
2.	Great Portland Estates	GPOR	-3,90
3.	Brixton	BXTN	-16,10
4.	Mucklow (A & J) Group	MKLW	-16,15
5.	McKay Securities	MCKS	-18,25

Vir: Priloga 1

Pri proučevanju spremembe tečajev delnic britanskih REIT-ov je zanimiva tudi primerjava s spremembo tečaja delnic največjih 100 podjetij na Londonski borzi vrednostnih papirjev, ki jih združuje indeks FTSE 100. V tabeli št. 15 je prikazana sprememba vrednosti indeksov v času finančne krize, kjer je razvidno,

da so se vrednosti delnice REIT-ov znižale bolj kot vrednosti delnic najboljših 100 podjetij na Londonski borzi vrednostnih papirjev.

Tabela 15: Sprememba indeksa FTSE 100 in indeksa FTSE EPRA/NAREIT UK REITs v času finančne krize, v %

Indeks	10. april 2007	6. april 2009	Sprememba v %
FTSE 100	6.417,80	3.993,50	-37,77
FTSE EPRA/NAREIT UK REITs	965,56	265,27	-72,53

Vir: <http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EFTSE&b=6&a=03&c=2007&e=6&d=03&f=2009&g=d>, 8. april 2009, <http://www.reita.org/live/Databank/chart.html?38>, 29. april 2009

6.1.3 Analiza povezanosti

V analizi povezanosti s pomočjo statističnega programa SPSS ugotavljamo, kakšna je povezava med kazalnikom **NAV/delnico** in **tržno vrednostjo delnice** pred in med finančno krizo. Hipotezo preverjamo z analizo korelacije, analizo variance in z regresijsko analizo.

Analiza korelacije za podatke pred finančno krizo, ki je podrobneje prikazana v prilogi št. 4, potrjuje statistično značilno pozitivno povezanost med obema spremenljivkama, ki je zelo močna. Analiza korelacije za podatke v času finančne krize potrjuje statistično značilno pozitivno povezanost med obema spremenljivkama, ki je pa je v primerjavi s prejšnjo analizo močno oslabela.

V tabeli št. 16 multi-korelacijski koeficient v času **pred finančno krizo** prikazuje zelo močno in statistično značilno korelacijo med tržno vrednostjo delnice na Londonski borzi vrednostnih papirjev in kazalnikom NAV/delnico. Tudi regresijski model je kljub enostavnosti zelo močan, kar nakazuje determinacijski koeficient, saj je kar 94 odstotkov variiranja spremembe tržne vrednosti delnice na Londonski borzi vrednostnih papirjev pojasnjeno s kazalnikom NAV/delnico, preostalih 6% variiranja pa je plod faktorjev, ki v ta model niso vključeni.

V času finančne krize multi-korelacijski koeficient – R v tabeli št. 16 kaže, da je korelacija med tržno vrednostjo delnice in NAV/delnico močno oslabela v primerjavi z analizo pred finančno krizo. Tudi model je močno izgubil na moči, kar nakazuje determinacijski koeficient – R square. 57,5 odstotka variiranja spremembe tržne vrednosti delnice je pojasnjeno s kazalnikom NAV/delnico, variiranje preostalih 42,5 odstotka pa je plod faktorjev, ki v ta model niso vključeni.

Tabela 16: Povzetek analize povezanosti pred in v času finančne krize med kazalnikoma NAV/delnico in tržna vrednost delnice

Model	Multi-korelacijski koeficient (R)	Determinacijski koeficient (R Square)	Prilagojen determinacijski koeficient (Adjusted R Square)	Standardna napaka ocene (Std. Error of the Estimate)
Pred krizo	0,970	0,941	0,937	158,278
V času krize	0,758	0,575	0,542	142,454

Vir: Analiza SPSS, 2009

Iz **analize variance** pri podatkih pred finančno krizo v tabeli št. 17 je razvidno, da največje variiranje v tem modelu izhaja iz podatkov vključenih v samo analizo, kar je pozitivno, saj ima tako NAV/delnico pred krizo veliko pojasnjevalno moč glede gibanja tržne vrednosti delnice na londonski borzi vrednostnih papirjev. Potrebno pa je biti pozoren na dejstvo, da razpolagamo z zelo majhno količino podatkov, vendar obravnavano področje žal nima večjega števila podatkov, saj v Veliki Britaniji REIT-i nastajajo šele od začetka leta 2007 in je trenutno delujočih le 20, od tega jih je nekaj nastalo šele v času finančne krize.

Tudi v času finančne krize analiza variance kaže, da največje variiranje v tem modelu izhaja iz podatkov vključenih v samo analizo, podobno kot v analizi variance pred krizo. Tudi tu je slabost ta, da v obravnavanem modelu ne razpolagamo z večjim številom podatkov.

Tabela 17: Analiza variance pred in v času finančne krize

Analiza variance (glej b)	Model	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti (df)	Povprečni kvadrat	F-statistika	Stopnja značilnosti (Sig.)
Pred krizo	1	5225585	1	5225585,383	208,589	0,000 (glej a)
	Regresija	325676,7	13	25052,055		
	Rezidual	5551261,7	14			
V času krize	1	356473	1	356473,033	17,566	0,001 (glej a)
	Regresija	263811,2	13	20293,169		
	Rezidual	620284,2	14			

a. Neodvisna spremenljivka: (konstanta), NAV/delnico

b. Odvisna spremenljivka: vrednost delnice na "London Stock Exchange"

Vir: Analiza SPSS, 2009

V tabeli št. 18 je prikazana enostavna linearna regresija. Analiza nam je za podatke **pred finančno krizo** podala sledeči model:

$Y = 104,955 + 1,007X$ iz česar sledi:

tržna vrednost delnice = $104,955 + 1,007 \text{ NAV/delnico}$.

Regresijski koeficient znaša 1,007, kar pomeni, da ko se NAV/delnico poveča za eno enoto, se tržna vrednost delnice na londonski borzi vrednostnih papirjev dvigne za 1,007 enote (v našem primeru so podatki v penijih).

Na podlagi podatkov **v času finančne krize** nam je analiza podala sledeči model:

$$Y = 15,147 + 0,398X \text{ iz česar sledi:}$$

$$\text{tržna vrednost delnice} = 15,147 + 0,398 \text{ NAV/delnico.}$$

Regresijski koeficient znaša 0,398, kar pomeni, da ko se NAV/delnico poveča za eno enoto, se tržna vrednost delnice na londonski borzi vrednostnih papirjev dvigne za 0,398 enote (v našem primeru so podatki v penijih).

Tabela 18: Enostavna linearna regresija pred in v času finančne krize

Enostavna linearna regresija (glej a)	Model	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficient	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
		B	Standardna napaka (Std. Error)	Beta		
Pred krizo	1 Konstanta NAV/delnico	104,955 1,007	73,793 0,070	0,970	1,422 14,443	0,178 0,000
V času krize	1 Konstanta NAV/delnico	15,147 0,398	69,433 0,095	0,758	0,218 4,191	0,831 0,001

a. Odvisna spremenljivka: Vrednost delnice na "London Stock Exchange"

Vir: Analiza SPSS, 2009

V prilogi št. 4 sta predstavljena histogram in diagram razpršenosti (angl. scatterplot) ostankov za podatke pred finančno krizo. Diagram razpršenosti sicer ne kaže povezanosti med odvisno spremenljivko in regresijskimi ostanki, kar pomeni, da je model statistično značilen in spremenljiv. Pri histogramu pa vidimo, da gre za določena odstopanja od normalne porazdelitve, kar ne preseneča glede na to, da razpolagamo s tako malim številom podatkov. Enako velja za podatke v času finančne krize, kar je prav tako prikazano v prilogi št. 4.

Na podlagi vseh treh vrst analiz lahko ugotovimo, da je v času pred trenutno finančno krizo kazalnik NAV/delnico pomembno vplival na tržno ceno vrednosti delnice REIT-a na londonski borzi vrednostnih papirjev, v času finančne krize pa so bolj kot pred krizo prevladali drugi dejavniki, ki v model analize niso vključeni.

6.2 FINANČNA KRIZA IN VREDNOST DELNIC REIT-ov v ZDA

6.2.1 Metodologija

V analizi proučujemo povezavo med dvema spremenljivkama:

- ❖ vrednost delnic REIT-ov na trgu vrednostnih papirjev v ZDA in
- ❖ vrednost beta koeficientov REIT-ov, ki kažejo stopnjo tveganja izbranega podjetja.

Časovno je finančna kriza v analizi omejena na obdobje od aprila 2007, kjer so borzni tečaji dosegli enega svojih vrhov in je s tem časovno omejen začetek trenutne finančne krize, do aprila 2009, ko borzni analitiki opredeljujejo najnižjo točko recesije in pričakujejo ponovno rast. Pri zbiranju podatkov o REIT-ih za nekatere od njih nismo pridobili vseh podatkov. Najpogostejši razlog za to je, da REIT ne deluje v celotnem obdobju proučevanja, poleg tega pa so prisotni primeri, ko posameznih podatkov ni na voljo. Ti REIT-i v analizi niso upoštevani. Vsi pridobljeni podatki so prikazani v prilogi št. 3.

6.2.2 Tveganje in donosnost REIT-ov v času finančne krize

Kot kazalnik tveganja REIT-ov v ZDA smo upoštevali koeficient beta, ki kaže za koliko odstotkov se spremeni donosnost delnice REIT-a, če se borzni indeks S&P 500 spremeni za eno enoto. Stopnja tveganja 136-ih REIT-ov v ZDA, opredeljena s koeficientom beta, je razvidna v prilogi št. 3. Najnižji koeficient beta znaša -0,13, najvišji pa 3,68. Variacijski razmik med najnižjim in najvišjim koeficientom beta je tako 3,81. Povprečni koeficient beta znaša 1,39.

V tabelah št. 19 in št. 20 so prikazani REIT-i z najvišjo in najnižjo spremembo vrednosti delnice (donosnosti) v času finančne krize. Najvišjo negativno donosnost dosega REIT Newcastle Investment Corporation, ki je v obdobju finančne krize zgubil 97,51 odstotka prvotne tržne vrednosti delnice.

Tabela 19: REIT-i v ZDA z najnižjo donosnostjo v času finančne krize

	Borza vrednostnih papirjev	REIT-i v ZDA	Oznaka za trgovanje na borzi vrednostnih papirjev	Vrednost delnice na borzi vrednostnih papirjev v USD		Koeficient beta	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju
				10.04.2007	06.04.2009		
Zap. št.	1	2	3	4	5	6	7 5/4*100-100
1	NYSE	Newcastle Investment Corporation	NCT	28,10	0,70	3,68	-97,51
2	NYSE	Arbor Realty Trust, Inc.	ABR	30,69	0,80	2,84	-97,39
3	NYSE	Maguire Properties, Inc.	MPG	36,29	1,00	1,24	-97,24
4	NYSE	Capital Trust, Inc.	CT	45,47	1,28	1,51	-97,18
5	NYSE	Strategic Hotels & Resorts, Inc.	BEE	22,84	0,85	2,43	-96,28

Vir: Priloga 2

Med 136 proučevanimi REIT-i v ZDA so le trije, ki so v času finančne krize ustvarili pozitivno spremembo vrednosti tečaja delnice. Variacijski razmik med delnico REIT-a z najnižjo in najvišjo spremembo vrednosti je 115,02 odstotnih točk. Povprečna donosnost v času finančne krize znaša minus 60,09 odstotka.

Tabela 20: REIT-i v ZDA z najvišjo donosnostjo v času finančne krize

Zap. št.	Borza vrednostnih papirjev	REIT-i v ZDA	Oznaka za trgovanje na borzi vrednostnih papirjev	Vrednost delnice na borzi vrednostnih papirjev v USD		Koefficient beta	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju
				10.04.2007	06.04.2009		
	1	2	3	4	5	6	7 5/4*100-100
1	NYSE	Winthrop Realty Trust	FUR	6,74	7,92	1,08	17,51
2	NYSE	Capstead Mortgage Corporation	CMO	9,83	11,45	0,64	16,48
3	ASE	Pittsburgh & West Virginia Rail Road	PW	9,10	10,35	0,19	13,74
4	NYSE	W. P. Carey & Co., LLC	WPC	23,43	23,41	1,07	-0,09
5	NASDAQ	Investors Real Estate Trust	IRET	10,67	10,14	0,60	-4,97

Vir: Priloga 2

V času finančne krize smo poleg gibanja tečajev delnic REIT-ov v ZDA preverili tudi spremembo vrednosti delnic največjih 500 podjetij v ZDA, ki so zajeta v indeksu S&P 500. V tabeli št. 21 je prikazana sprememba vrednosti indeksov v času finančne krize, kjer je razvidno, da so se indeksi REIT-ov znižali bolj kot vrednosti delnic najboljših 500 podjetij v ZDA. Najbolj so se znižale vrednosti delnic mešanih REIT-ov, in sicer za 85,98 odstotka, padec indeksov kapitalskih in hipotekarnih REIT-ov pa je nižji in znaša 68,92 odstotka oziroma 67,19 odstotka. Spremembe vrednosti indeksov tečajev delnic najboljših podjetij in REIT-ov so podobne tistim v Veliki Britaniji.

Tabela 21: Sprememba indeksa S&P 500 ter indeksov REIT-ov v ZDA v času finančne krize, v %

Indeks	april 2007	april 2009	Sprememba v %
S&P 500	1.448,39	835,48	-42,32
Equity REITs Price Index	615,23	191,22	-68,92
Mortgage REITs Price Index	16,06	5,27	-67,19
Hybrid REITs Price Index	77,38	10,85	-85,98

Vir: <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC&a=03&b=10&c=2007&d=03&e=06&f=2009&g=d>, 30. april 2009, <http://www.reit.com/tabid/208/Default.aspx>, 30. april 2009

6.2.3 Analiza povezanosti

V analizi povezanosti s pomočjo statističnega programa SPSS ugotavljamo, kakšna je povezava med koeficientom beta in spremembo vrednosti tečaja delnic REIT-ov v ZDA v času finančne krize. Hipotezo preverjamo z analizo korelacije, analizo variance in z regresijsko analizo.

Multi-korelacijski koeficient – R v tabeli št. 22 kaže, da je korelacija med spremembo vrednosti delnice v izbranem obdobju v ZDA v primerjavi s koeficientom beta (tveganje) zmerna. Sam model je zaradi enostavnosti precej slab, kar nakazuje determinacijski koeficient – R square. Le 43% variiranja spremembe vrednosti delnice v izbranem obdobju v ZDA je pojasnjeno s samim koeficientom beta, variiranje preostalih 57% pa je vpliv faktorjev, ki v ta model niso vključeni. V primeru, da bi želeli narediti projekcije za obnašanje vrednosti delnic v prihodnje, bi bilo potrebno model dopolniti s spremenljivkami, ki poleg beta koeficienta še vplivajo na spremembo vrednosti delnice.

Tabela 22: Povzetek analize modela

Regresijski koeficient (R)	Determinacijski koeficient (R Square)	Prilagojen determinacijski koeficient (Adjusted R Square)	Standardna napaka ocene (Std. Error of the Estimate)
0,657	0,432	0,428	21,561

Neodvisna spremenljivka je koeficient beta.

Vir: Analiza SPSS, 2009

Analiza korelacije, ki je prikazana v prilogi št. 4, potrjuje statistično značilno negativno povezanost med obema spremenljivkama, ki je sprejemljiva.

Iz analize variance, prikazane v tabeli št. 23, je razvidno, da največje variiranje v tem modelu izhaja zaradi podatkov, ki niso vključeni v samo analizo, kar dejansko potrjuje že prej omenjena dejstva, da bi za večjo moč samega modela bilo potrebno dodati še kakšne druge pojasnjevalne spremenljivke in ne samo koeficient beta (tveganje). Kljub vsemu pa je model in povezava med obema spremenljivkama statistično značilna, kar pomeni, da kljub šibkosti modela, koeficient beta (tveganje) pojasnjuje variiranje v spremembi vrednosti delnice v izbranem obdobju v ZDA.

Tabela 23: Analiza variance

Analiza variance	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti (df)	Povprečni kvadrat	F-statistika	Stopnja značilnosti (Sig.)
Regresija	47421,896	1	47421,896	102,009	0,000
Rezidual	62293,903	134	464,88		
Skupaj	109715,799	135			

Neodvisna spremenljivka je koeficient beta.

Vir: Analiza SPSS, 2009

V tabeli št. 24 je prikazana enostavna linearna regresija. Analiza nam je podala sledeči model:

$Y = -20,612 - 28,393X$ iz česar sledi:
 donosnost = $-20,612 - 28,393$ koeficient beta.

Regresijski koeficient znaša -28,393, kar pomeni, da ko se beta poveča za eno enoto, se donosnost delnice REIT-a zniža za 28,393 odstotnih točk.

Tabela 24: Enostavna linearna regresija

Enostavna linearna regresija	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficient	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
	B	Standardna napaka (Std. Error)	Beta		
Koeficient beta	-28,393	2,811	-0,657	-10,100	0,000
Konstanta	-20,612	4,324		-4,767	0,000

Odvisna spremenljivka: Sprememba vrednosti delnice

Vir: Analiza SPSS, 2009

V prilogi št. 4 sta predstavljena histogram in diagram razpršenosti (angl. scatterplot) ostankov, ki lepo prikazujeta, da so le-ti normalno porazdeljeni in hkrati, da med ostanki in odvisno spremenljivko ni linearne povezanosti, kar pomeni, da je zgoraj opisani model statistično značilen in spremenljiv.

Na podlagi vseh treh analiz lahko ugotovimo, da koeficient beta v času finančne krize v ZDA ne kaže ustrezne stopnje tveganja oziroma, da poleg koeficienta beta močnejše vplivajo drugi dejavniki, ki pa v modelu niso upoštevani.

7 ANALIZA DONOSNOSTI RAZLIČNE UPORABE NEPREMIČNIN – NALOŽBENA NEPREMIČNINA ALI FINANČNA NALOŽBA V REIT

V tem podpoglavju primerjamo donosnost klasične delniške družbe, ki uporabi nepremičnino kot naložbeno nepremičnino ali jo prenese kot finančno naložbo v REIT, ki pravno deluje kot delniška družba. Ker v Sloveniji še ni sprejete zakonodaje za področje REIT-ov, bomo analizirali tudi primer, ko se naložbena nepremičnina izloči v klasično nepremičninsko delniško družbo, brez davčnih ugodnosti REIT-a.

7.1 Ključne predpostavke analize

Analizo bomo pripravili na podlagi računovodskih izkazov slovenske »družbe ABC, d.d.«. Za to družbo je značilno, da ima v svoji bilanci stanja med sredstvi večinoma finančne naložbe, del sredstev pa

predstavljajo naložbene nepremičnine, ki jih družba oddaja v najem. Ker nepremičninska dejavnost ni njena temeljna, bomo proučili, kakšne posledice so možne v primeru, da bi družba naložbene nepremičnine izločila v novo nepremičninsko družbo XYZ, d.d., ki bi delovala kot nepremičninska investicijska družba ali REIT. Ker v Sloveniji zakonodaja za REIT-e še ni sprejeta, bomo v ta namen analizirali tudi možnost, da se naložbene nepremičnine izločijo v klasično delniško družbo XYZ, d.d., ki se ukvarja z nepremičninami.

Za potrebe analiziranja smo podatke iz računovodskih izkazov prilagodili tako, da je razvidno, kakšni prihodki in odhodki se pojavljajo v zvezi z naložbenimi nepremičninami, ostala področja pa smo na več mestih združili v skupne kategorije, saj za analizo niso pomembni.

Pri analizi smo upoštevali naslednje predpostavke:

- ❖ obravnavamo družbo ABC, d.d., ki je prvotna lastnica naložbenih nepremičnin in družbo XYZ, d.d., ki v enem primeru deluje kot REIT, v drugem pa kot klasična nepremičninska delniška družba,
- ❖ kljub temu, da prikazujemo nepremičninsko družbo XYZ, d.d. tako, kot da je družba ABC, d.d. njen edini lastnik, smo z računovodskega vidika upoštevali kriterij beleženja rezultatov naložbe, kot da je lastništvo manj kot 20-odstotno, saj v večini držav več kot 10-odstotni lastniški delež v REIT-ih ni dovoljen,
- ❖ v obeh primerih analize smo predpostavili, da družba XYZ, d.d. svojemu lastniku ABC, d.d. v obliki dividend izplača celotni ustvarjeni dobiček,
- ❖ v primeru, da družba XYZ, d.d. deluje kot REIT, smo predpostavili, da ne plača davka od dohodka pravnih oseb, kar je značilno za REIT-e po svetu,
- ❖ pri prenosu lastništva naložbenih nepremičnin ni nastalo s tem povezanih stroškov,
- ❖ pri ustanovitvi nove družbe ni nastalo stroškov,
- ❖ družba ABC, d.d. – prvotna lastnica naložbenih nepremičnin – pri prenosu sredstev ni ustvarila kapitalskega dobička ali izgube,
- ❖ prenos sredstev na družbo XYZ, d.d. se je izvedel 1. januarja 2007,
- ❖ stroški blaga, materiala in storitev ter stroški dela, povezani z aktivnostmi nepremičninske dejavnosti, so ocenjeni na podlagi ključa deleža naložbenih nepremičnin v vseh sredstvih podjetja,
- ❖ ustvarjeni dobiček družbe ABC, d.d. se obdavči v skladu z Zakonom o davku o dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2, Uradni list RS št. 117/2006), prav tako velja za klasično nepremičninsko družbo XYZ, d.d. (družba, ki deluje kot nepremičninska družba, brez ugodnosti, ki veljajo za REIT-e).

V spodnjih tabelah od št. 25 do št. 27 prikazujemo računovodske podatke za družbi ABC, d.d. in XYZ, d.d. Prva družba je prvotna lastnica naložbenih nepremičnin, ki jih odsvoji v novo nepremičninsko družbo XYZ, d.d. V tabeli št. 25 je prikazana bilanca stanja: najprej prvotno stanje v družbi ABC, d.d. na dan 31. december 2006 in 31. december 2007 (a), nato so prikazane izvedene spremembe, povezane z izločitvijo naložbenih nepremičnin, nadalje je opredeljeno novo stanje na dan 31. december 2007 (b), v zadnjem stolpcu je prikazana bilanca novoustanovljenega nepremičninskega podjetja XYZ, d.d., ki skupaj s prvim primerom izkaza poslovnega izida (tabela št. 26) služi za analizo družbe, ki deluje kot REIT, skupaj z drugim primerom izkaza poslovnega izida (tabela št. 27) pa za analizo nepremičninske družbe, ki deluje kot klasična delniška družba.

V bilanci stanja v tabeli št. 25 smo izvedli naslednje spremembe pri družbi ABC, d.d., namenjene prenosu lastništva naložbenih nepremičnin iz družbe ABC, d.d. na družbo XYZ, d.d.:

- ❖ zmanjšanje naložbenih nepremičnin v vrednosti 50 milijonov EUR,
- ❖ povečanje finančnih naložb v vrednosti 50 milijonov EUR.

V družbi XYZ, d.d. smo vzpostavili naslednje stanje na dan 1. januar 2007, ki je enak stanju 31. december 2007, saj smo ustvarjeni dobiček prenesli na družbo ABC, d.d. in tako v bilanci stanja ni sprememb:

- ❖ naložbene nepremičnine v višini 50 milijonov EUR,
- ❖ lastniški kapital v višini 50 milijonov EUR.

Tabela 25: Bilanca stanja podjetij ABC, d.d. in nepremičninske investicijske družbe (REIT) XYZ, d.d., v milijonih EUR

Besedilo	Podjetje ABC, d.d.				XYZ, d.d.
	31.12.2006	31.12.2007a	SPREMEMBA	31.12.2007b	31.12.2007
A. Dolgoročna sredstva	401	631	0	631	50
I. Opredmetena osnovna sredstva	20	10	0	10	0
II. Naložbene nepremičnine	60	50	-50	0	50
III. Dolgoročne finančne naložbe	320	570	+50	620	0
VI. Ostala dolgoročna sredstva	1	1	0	1	0
B. Kratkoročna sredstva	40	53	0	53	0
C. Kratkoročne AČR	0	0	0	0	0
SKUPAJ SREDSTVA	441	684	0	684	50
A. Kapital	320	412	0	412	50
B. Rezervacije in dolgoročne PČR	1	1	0	1	0
C. Dolgoročne obveznosti	29	130	0	130	0
Č. Kratkoročne obveznosti	90	140	0	140	0
D. Kratkoročne PČR	1	1	0	1	0
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	441	684	0	684	50

Vir: Lasten

V tabeli št. 26 predstavljamo izkaz poslovnega izida za družbi ABC, d.d. in REIT XYZ, d.d., za leto 2007. Za družbo ABC, d.d. je najprej predstavljen prvotni izkaz poslovnega izida za leto 2007 (a), nato so prikazane izvedene spremembe, kjer gre za prenos kategorij, povezanih s poslovanjem z naložbenimi nepremičninami. V nadaljevanju je prikazan po »izčlenitvi« nepremičninske dejavnosti spremenjen izkaz poslovnega izida za leto 2007 (b). V zadnjem stolpcu je prikazano poslovanje družbe XYZ, d.d. v letu 2007, če le-ta deluje pod pogoji, ki veljajo za nepremičninsko investicijsko družbo oziroma REIT.

Tabela 26: Izkaz poslovnega izida podjetij ABC, d.d. in nepremičninske investicijske družbe (REIT) XYZ, d.d., v milijonih EUR

Besedilo	Podjetje ABC, d.d.			XYZ, d.d.
	2007a	SPREMEMBA	2007b	2007
1. Čisti prihodki od prodaje	8,90	-6,20	2,70	6,20
a) prihodki iz najemnin	6,20	-6,20	0,00	6,20
b) ostali prihodki	2,70	0,00	2,70	0,00
2. Sprememba vrednosti zalog	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Drugi poslovni prihodki	2,30	0,00	2,30	0,00
5. Stroški blaga, materiala in storitev	-5,50	1,30	-4,20	-1,30
a) stroški iz naslova naložbenih nepremičnin	-1,30	1,30	0,00	-1,30
b) ostali stroški	-4,20	0,00	-4,20	0,00
6. Stroški dela	-4,50	0,40	-4,10	-0,40
a) stroški iz naslova naložbenih nepremičnin	-0,40	0,40	0,00	-0,40
b) ostali stroški	-4,10	0,00	-4,10	0,00
7. Odpisi vrednosti	-2,50	1,20	-1,30	-1,20
a) amortizacija naložbenih nepremičnin	-1,20	1,20	0,00	-1,20
b) ostali odpisi vrednosti	-1,30	0,00	-1,30	0,00
8. Drugi poslovni odhodki	-0,20	0,00	-0,20	0,00
9. DOBIČEK IZ POSLOVANJA	-1,50	-3,30	-4,80	3,30
10. Finančni prihodki	24,80	3,30	28,10	0,00
a) finančni prihodki iz deleža v REIT-u	0,00	3,30	3,30	0,00
b) ostali finančni prihodki	24,80	0,00	24,80	0,00
12. Finančni odhodki	-10,50	0,00	-10,50	0,00
13. Neto drugi prihodki in odhodki	0,00	0,00	0,00	0,00
14. Davek iz dobička	-0,50	0,72	0,22	0,00
15. Odloženi davki	0,00	0,00	0,00	0,00
16. ČISTI POSLOVNI IZID	12,30	0,72	13,02	3,30

Vir: Lasten

Izkaz poslovnega izida za družbo XYZ, d.d., če deluje kot klasična delniška družba in tako nima ugodnosti kot REIT, je prikazan v tabeli št. 27. Vrednosti kategorij v izkazu poslovnega izida se od tistih v tabeli št. 26 razlikujejo v spodnjem delu izkaza, po prikazanem dobičku iz poslovanja. Razlike so posledica davčnih učinkov.

Tabela 27: Izkaz poslovnega izida podjetij ABC, d.d. in klasične nepremičninske družbe XYZ, d.d., v milijonih EUR

Besedilo	Podjetje ABC, d.d.			XYZ, d.d.
	2007a	SPREMEMBA	2007b	2007
1. Čisti prihodki od prodaje	8,90	-6,20	2,70	6,20
a) prihodki iz najemnin	6,20	-6,20	0,00	6,20
b) ostali prihodki	2,70	0,00	2,70	0,00
2. Sprememba vrednosti zalog	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Drugi poslovni prihodki	2,30	0,00	2,30	0,00
5. Stroški blaga, materiala in storitev	-5,50	1,30	-4,20	-1,30
a) stroški iz naslova naložbenih nepremičnin	-1,30	1,30	0,00	-1,30
b) ostali stroški	-4,20	0,00	-4,20	0,00
6. Stroški dela	-4,50	0,40	-4,10	-0,40
a) stroški iz naslova naložbenih nepremičnin	-0,40	0,40	0,00	-0,40
b) ostali stroški	-4,10	0,00	-4,10	0,00
7. Odpisi vrednosti	-2,50	1,20	-1,30	-1,20
a) amortizacija naložbenih nepremičnin	-1,20	1,20	0,00	-1,20
b) ostali odpisi vrednosti	-1,30	0,00	-1,30	0,00
8. Drugi poslovni odhodki	-0,20	0,00	-0,20	0,00
9. DOBIČEK IZ POSLOVANJA	-1,50	-3,30	-4,80	3,30
10. Finančni prihodki	24,80	2,54	27,34	0,00
a) finančni prihodki iz deleža v REIT-u	0,00	2,54	2,54	0,00
b) ostali finančni prihodki	24,80	0,00	24,80	0,00
12. Finančni odhodki	-10,50	0,00	-10,50	0,00
13. Neto drugi prihodki in odhodki	0,00	0,00	0,00	0,00
14. Davek iz dobička	-0,50	0,73	0,23	-0,76
15. Odloženi davki	0,00	0,00	0,00	0,00
16. ČISTI POSLOVNI IZID	12,30	-0,03	12,27	2,54

Vir: Lasten

7.2 Analiza vpliva različne uporabe nepremičnin

V bilanci stanja iz tabele št. 25 smo prikazali spremembe pri prenosu naložbenih nepremičnin. Podjetje ABC, d.d. je v sestavi sredstev spremenilo strukturo, in sicer se je vrednost naložbenih nepremičnin prenesla med finančne naložbe. Povišan znesek finančnih naložb v višini 50 milijonov EUR predstavlja finančno naložbo v družbo XYZ, d.d.

V izkazu poslovnega izida smo kot spremembe vključili naslednje postavke:

- ❖ čisti prihodki od najemnin so v podjetju ABC, d.d. znašali 6,20 milijona EUR in smo jih prenesli na družbo XYZ, d.d.,
- ❖ stroški blaga, materiala in storitev so znašali 1,3 milijona EUR in smo jih prenesli v novo družbo; v tej postavki smo upoštevali stroške vzdrževanja, in sicer po delitvenem ključu vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev glede na naložbene nepremičnine,
- ❖ stroški dela iz naslova naložbenih nepremičnin so znašali 0,40 milijona EUR; celotne stroške dela smo razdelili po ključu vrednosti naložbenih nepremičnin glede na finančne naložbe in opredmetena osnovna sredstva,
- ❖ prenesli smo amortizacijo naložbenih nepremičnin v višini 1,2 milijona EUR.

Na podlagi prenesenih vrednosti smo ugotovili, da dobiček iz poslovanja iz naslova naložbenih nepremičnin znaša 3,30 milijona EUR. Izračun poslovnega izida se od te točke naprej razlikuje, glede na vrsto obdavčitve, ki jo mora upoštevati nepremičninska družba XYZ, d.d.:

a) Obdavčitev REIT-a XYZ, d.d. in vpliv izplačila čistega poslovnega izida v obliki dividend družbi ABC, d.d.

V tem primeru REIT ne plača davka na dohodek in prenese celotni znesek dobička v obliki dividend v višini 3,30 milijona EUR lastniku – družbi ABC, d.d. Slednji ta znesek izkaže med finančnimi prihodki iz deleža v REIT-u. V naslednjem koraku, to je davčnem obračunu pa se zgodijo naslednje spremembe:

- ❖ ker družba ni ustvarila prihodkov in stroškov iz naslova naložbenih nepremičnin, se za dobiček v višini 3,30 milijona EUR zmanjša obdavčitev v obdobju, davčna obveznost je tako manjša za 3,30 milijona EUR krat 23 odstotkov, kar znaša 0,76 milijona EUR,
- ❖ v skladu z navedeno predpostavko glede obdavčitve, je družba ABC, d.d. zavezanec za plačilo davka od dohodka pravnih oseb; ko prejme dividende, v skladu s 24. členom ZDDPO-2, celotni znesek izključi iz davčno priznanih prihodkov, na drugi strani pa v nadaljevanju davčnega obračuna vključi 5 odstotkov prejetih dividend, ki so nato obdavčene po stopnji 23 odstotkov, kar v našem primeru pomeni povečanje davčne obveznosti za 3,30 milijona EUR krat 5 odstotkov krat 23 odstotkov, kar znaša 0,04 milijona EUR.

Skupni davčni učinek v družbi ABC, d.d. tako znaša za 0,72 milijona EUR ugodnejšo davčno obveznost. V našem primeru, kjer je podjetje ABC, d.d. v letu 2007 uveljavljalo številne davčne olajšave, tako v skupnem znesku pridemo na davčno terjatev do države, kar v praksi ni možno (uveljavljanje davčnih olajšav je možno le do davčne osnove za davek od dohodka pravnih oseb v višini 0 EUR). V navedenem primeru zneska nismo spreminjali na 0, saj želimo prikazati, kakšen je vpliv različne obdavčitve nepremičninskega podjetja.

Čisti poslovni rezultat pri družbi ABC, d.d. tako znaša 13,02 milijona EUR, kar je 5,9 odstotka bolj kot v primeru, ko so naložbene nepremičnine del podjetja ABC, d.d. Nepremičninska investicijska družba (REIT) je dosegla čisti poslovni izid v višini 3,30 milijona EUR. Ker je celotni dobiček v obliki dividend prenesla lastniku ABC, d.d., v bilanci stanja ni sprememb. Za morebitne nove naložbe bo tako REIT

XYZ, d.d. moral izvesti ali novo povečanje osnovnega kapitala ali pa izkoristiti možnosti zadolževanja, ki mu jih do sedaj še ni bilo potrebno koristiti.

b) Obdavčitev klasične nepremičninske družbe XYZ, d.d. in vpliv izplačila čistega poslovnega izida v obliki dividend družbi ABC, d.d.

Če se podjetje ABC, d.d. odloči izločiti nepremičnine v klasično nepremičninsko podjetje XYZ, d.d., ki nima davčnih ugodnosti kot REIT (trenutno stanje v Sloveniji), je obdavčitev nekoliko drugačna. V podjetju XYZ, d.d. se ustvarjeni celotni dobiček obdavči po stopnji 23 odstotkov, kar znaša 0,76 milijona EUR. Čisti poslovni izid tako znaša 2,54 milijona EUR, ki ga v obliki dividend podjetje prenese družbi ABC, d.d. Slednja družba prihodek izkaže med finančnimi prihodki, pri obdavčitvi podjetja pa je postopek enak kot v predhodnem primeru, le zneski so v drugem delu obdavčitve nekoliko drugačni:

- ❖ zmanjšanje davčne obveznosti za obdavčenje prenesene nepremičninske dejavnosti je enako in znaša 3,30 milijona EUR, obdavčeno po stopnji 23 odstotkov, kar nam da rezultat 0,76 milijona EUR,
- ❖ obdavčitev v skladu s 24. členom ZDDPO-2 prinese povečanje davčne obveznosti za 2,54 milijona EUR krat 5 odstotkov krat 23 odstotkov, kar znaša 0,03 milijona EUR.

Skupni davčni učinek tako znaša za 0,73 milijona EUR ugodnejšo davčno obveznost v podjetju ABC, d.d. Pri nižjih finančnih prihodkih in ugodnejšem davčnem rezultatu pridemo v družbi ABC, d.d. do slabšega poslovnega rezultata za 0,03 milijona EUR, če so naložbene nepremičnine izločene v klasično nepremičninsko družbo, ki nima davčnih ugodnosti REIT-a. Za družbo ABC, d.d. bi bil v tem primeru smiseln prenos naložbenih nepremičnin le v primeru, ko bi zaradi izločitve naložbenih nepremičnin pričakovali ugodnosti in izboljšave na drugih področjih, povezanih z upravljanjem in lastništvom nepremičnin.

Na podlagi opravljene analize v primeru a in b lahko sklenemo, da je za podjetje ABC, d.d. primerneje, da pod današnjimi pogoji obdavčitve dejavnosti naložbenih nepremičnin le-te ne izloči iz svoje družbe, še posebej, če ne pričakuje drugih sinergij ali učinkov zaradi prenosa nepremičnin v novo družbo. Na drugi strani pa je pomembna ugotovitev, da zakonodajalec v tujini spodbuja specializacijo na nepremičninskem področju, kar bi bilo smiselno tudi v Sloveniji. Nepremičninske investicijske družbe ali REIT-i, ki so obdavčeni v smislu investicijskih skladov, se namreč na davčnem področju enačijo in investitorjem omogočajo razpršitev tveganja pri izbiri naložbenega portfelja. V kolikor bo slovenska zakonodaja omogočila obdavčitev nepremičninskih investicijskih družb (REIT-ov) kot velja za investicijske sklade, bo tudi za podjetje ABC, d.d. prenos nepremičninske dejavnosti smiseln.

SKLEP

Nepremičninske investicijske družbe oz. REIT-i so se v uveljavile najprej v ZDA, pred skoraj petdesetimi leti. Družbe, ki imajo v svoji bilanci stanja preko 70 odstotkov nepremičnin, so se kasneje pojavile tudi v drugih državah sveta. Možnost razpršene naložbe v nepremičnine je številne države spodbudila, da so

sprejele zakonodajo na tem področju. Razlike v zakonodajnih pogojih med državami so dokaj velike. Skupno vsem sprejetim zakonodajam na tem področju pa je, da so nepremičninske investicijske družbe ali REIT-i oproščeni plačevanja davka od dohodka pravnih oseb, če med delničarje razdelijo najmanj 90 odstotkov ustvarjenega dobička iz nepremičninske dejavnosti. Izplačana dividenda je tako v nepremičninskih investicijskih podjetjih oz. REIT-ih višja zaradi manjše obdavčitve in višjega deleža izplačanega dobička.

Merjenje donosnosti in uspešnosti poslovanja REIT-ov se nekoliko razlikuje po kontinentih, saj so v veljavi različna pravila računovodenja. Za evropsko področje se tako najpogosteje uporablja kazalnik neto vrednost sredstev na delnico ali krajše NAV na delnico, ki je približek kazalnika knjigovodska vrednost delnice. V ZDA je ta kazalnik manj pogosto prikazan, bolj je uporabljan kazalnik FFO (Funds from Operations), ki kaže sposobnost podjetja izplačati dividende. Poleg tega se najpogosteje pri merjenju uspešnosti poslovanja uporablja še kazalnik dobiček na delnico. Za delničarja je najpomembnejši kazalnik skupne donosnosti, kjer je izračunan donos enak seštevku dividende in ustvarjenega kapitalskega dobička ob odsvojitvi delnice.

Tveganje na področju delovanja REIT-ov je v osnovi podobno tveganju vseh vrednostnih papirjev. Značilnost nepremičninske dejavnosti pa je, da je na dolgi rok tveganje glede na donos mnogo bolj ugodno kot pri delnicah in obveznicah. Kljub kratkoročnim nihanjem na nepremičninskem trgu je na dolgi rok naložba v REIT-e stabilna in prinaša visok donos, kar kaže predvsem petdeset-letna tradicija v ZDA.

Magistrsko delo je osredotočeno na statistično analizo povezave tržne vrednosti delnice, tveganja in kazalnika NAV/delnico ter na analizo različne uporabe nepremičnin in vpliv na dobičkonosnost podjetja. V ta namen je analizirano poslovanje britanskega podjetja, ki je pred letom 2007 delovalo kot klasično nepremičninsko podjetje, v letu 2007 pa je pridobilo status REIT-a. Pri tem je bilo ugotovljeno, da se je razlika v poslovanju pojavila pri obdavčenju in izplačilu dividend, kar pa je pomenilo veliko spremembo predvsem za lastnike REIT-a. Drugi del analize kaže, kako pomembna je nižja obdavčitev v celotnem donosu za delničarja, in sicer je analiza pokazala, da se je skupna donosnost za delničarja v izbranem podjetju zaradi višjega izplačila dividend povišala za dve odstotni točki.

Statistična analiza povezave med tržno vrednostjo delnice britanskih REIT-ov na Londonski borzi vrednostnih papirjev in kazalnikom NAV/delnico, ki ga družbe objavljajo v svojih poročilih, je pokazala, da je kazalnik NAV/delnico pred finančno krizo pomembno vplival na višino tržne cene delnice, v času finančne krize pa so na ceno delnice REIT-a vplivali tudi drugi dejavniki, ki jih v modelu nismo upoštevali. Statistična analiza povezanosti donosnosti ameriških REIT-ov glede na koeficient beta, ki kaže stopnjo tveganja, pa je pokazala, da so v času finančne krize na donosnost delnic REIT-ov poleg koeficienta beta pomembno vplivali še drugi dejavniki, ki jih v modelu nismo upoštevali.

V zadnjem poglavju so analizirane posledice izločitve naložbenih nepremičnin slovenskega podjetja v podjetje, ki deluje pod pogoji obdavčenja dobička po britanskem modelu na eni strani in v klasično nepremičninsko podjetje pod pogoji obdavčenja v skladu s slovensko zakonodajo na drugi strani. Pri

tem je bilo ugotovljeno, da je izločitev naložbenih nepremičnin v nepremičninsko investicijsko družbo oz. REIT ugodna, vendar v Sloveniji tovrstna zakonodaja še ni sprejeta. Izločitev naložbenih nepremičnin v klasično nepremičninsko podjetje pa je smiselno le, če naložbenik pričakuje sinergije na drugih področjih poslovanja novega podjetja.

Na podlagi pregleda poslovanja REIT-ov v svetu in na podlagi izvedenih analiz ugotavljamo, da je slovenski finančni trg in trg nepremičnin dovolj razvit, da se uvedejo REIT-i kot novost v ponudbi finančnih posrednikov v Sloveniji. Za uvedbo REIT-ov kot nove oblike finančne naložbe bi bilo najprej potrebno sprejeti ustrezno zakonodajo. Le-ta bi morala omogočiti ustanovitev podjetja, ki bi v svojem premoženju imelo pretežno nepremičnine, ustvarjen dobiček iz naslova poslovanja z nepremičninami pa bi bil obdavčen kot v Sloveniji velja za vzajemne sklade – podjetju (REIT-u) ne bi bilo potrebno plačati davka od dobička, če bi bilo med delničarje razdeljenega najmanj 90 odstotkov ustvarjenega dobička. Poleg REIT-ov bi bilo smiselno uzakoniti tudi nepremičninske sklade, ki so po vsebini podobni REIT-om, le da ne poslujejo kot podjetje temveč kot sklad. Z uvedbo ustrezne zakonodaje bi se tako lahko izognili dvojnemu ekonomskemu obdavčevanju dobička, kot to sedaj že velja za investicijske in vzajemne sklade ter podobne finančne naložbe.

Z uveljavitvijo REIT-ov in nepremičninskih skladov bi slovenski finančno-nepremičninski trg pridobil možnost razpršenega investiranja v nepremičnine. Prednosti razpršitve tveganj bi tako imeli novi lastniki ustanovljenih REIT-ov: podjetja, banke, individualni lastniki, pokojninski skladi, stanovanjski sklad in ostale institucije. Poleg tega bi se z ustanovitvijo REIT-ov in nepremičninskih skladov lahko iz podjetij izločile nepremičnine, in sicer v primerih, ko se osnovna dejavnost podjetja bistveno razlikuje od poslovanja z nepremičninami. To bi ob davčnih ugodnostih ceteris paribus pomenilo pomembno izboljšanje poslovanja podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Alstria REIT-AG (2007). *Annual Report 2007*. Hamburg: Alstria REIT-AG, 136 str.
2. Anderson R. I., Springler T. M. (2003). REIT Selection and Portfolio Construction: Using Operating Efficiency as an Indicator of Performance. Fullerton: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 9 (1), str. 17-28.
3. *Anuitetni izračun*. Najdeno 30. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.mojdenar.com/BANKE>
4. Berk A. et al. (2001). *Gradivo za poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Block R. L. (2006). *Investing in REITs*. New York: Bloomberg Press.
6. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J. (2002). *Investments*. (5th ed.) New York: McGraw-Hill.
7. Bogataj A. (2007). Razvijanje strategije izvajanja tržnih dejavnosti podjetja Elektro Gorenjska v samostojnem podjetju. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Brdar Turk A. (2005). *Upravljanje s tveganji v družbah za upravljanje in vzajemnih skladih*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. The British Land Company PLC (2007). *Annual Report 2007*. London: The British Land Company PLC.
10. The British Land Company PLC (2008). *Annual Report 2008*. London: The British Land Company PLC.
11. Characteristics of Publicly Traded REITs, Non-Exchange Traded REIT-s and Private REITs. Najdeno 11. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.nareit.com>
12. Craston E., Sanderson N., Matheson D. (2006). Benefits and opportunities. *A new route up the property ladder*. London: The London Stock Exchange, str. 12-21.
13. Čaleta K. (2007). Računovodstvo opredmetenih osnovnih sredstev: Primerjava SRS, MSRP/MRS in nemškega Trgovinskega zakona (HGB). Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Deloitte (2007). *IFRSs and US GAAP: A pocket comparison*. B.k.: Deloitte Touche Tohmatsu.
15. Derwent London PLC (2007). *Annual Report 2007*. London: Derwent London PLC.
16. EPRA – European Public Real Estate Asociation (2007). *EPRA Global REIT Survey*. BH Shiphhol Airport: European Public Real Estate Asociation.
17. EPRA – European Public Real Estate Asociation (2008). *Best Practices Policy Recommendations*. BH Shiphhol Airport: European Public Real Estate Asociation.
18. Fabozzi F., Modigliani F. (1996). *Capital Markets: Institutions and Instruments*. (2nd ed.) Upper Saddle River: Prentice Hall.
19. *Fair Value REIT*. Najdeno 6. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.fair-value-reit.de>
20. Fair Value REIT-AG (2007). *Annual Report 2007*. Munich: Fair Value REIT-AG.
21. Deutsche Borse AG (2007). *FAQ-Katalog REITs*. Frankfurt am Main: Deutsche Borse AG.
22. Feng Z., Ghosh C. in Sirmans C.F. (2005). How important is the Board of Directors to REIT Performance? *Journal of Real Estate Portfolio Management*. 11 (3), str. 281-293.
23. *Hines REIT Risk*. Najdeno 9. maja 2008 na spletnem naslovu http://hinesreit.myhines.com/reit/reit.portal?_nfpb=true&_pageLabel=page_hines_reit

24. Husband J.-P., Hatton J. (2006). *UK Real Estate Investment Trusts (»UK REITs«) – FAQ*. New York: Fitch Ratings.
25. IASB and FASB launch public consultation on a future standard on lease accounting. Najdeno 28. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.iasb.org/News/Press+Releases/IASB+and+FASB+launch+public+consultation+on+a+future+standard+on+lease+accounting.htm>
26. Indeks FTSE 100. Najdeno 8. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EFTSE&b=6&a=03&c=2007&e=6&d=03&f=2009&g=d>
27. Indeks S&P 500. Najdeno 30. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC&a=03&b=10&c=2007&d=03&e=06&f=2009&g=d>
28. Indeks UK REITs. Najdeno 29. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.reita.org/live/Databank/chart.html?38>
29. Indeks US REITs. Najdeno 30. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.reit.com/taid/208/Default.aspx>
30. Jadran Kapital d.d. Najdeno 6. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.jadraninvest.hr/jk_ofondu.php
31. KPMG (2008). IFRS compared to U.S. GAAP: An overview. B.k.: KPMG LLP.
32. Liang Y. in Willard M. (1998). REIT Style and Performance. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 4 (1), str. 69-78.
33. Livingston M. (1990). *Money & Capital Markets. Financial Instruments and Their Uses*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
34. Macrae T. W. (1997). *Managing your own finances*. London: International Thompson Business Press.
35. Marino V. (2007, 24. junij). A Rocky Start for British REITs. *New York Times*. Najdeno 6. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2007/06/24/realestate/commercial/24sqft.html?_r=1
36. Mednarodni računovodski standardi 2007. Najdeno 28. marca 2009 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/o_siru/msrp.php
37. Mooradian R. M., Yang S. X. (2001). Dividend Policy and Firm Performance: Hotel REITs vs. Non-REIT Hotel Companies. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7 (1), str. 79-87.
38. Morony A., Morath D. (2002). Managing Risk in the Funds Management Sector. *Risk and Capital Management Conference Proceedings*. Sidney: Australian Prudential Regulation Authority, str. 69-77.
39. Mramor D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
40. Najand M., Lin C. Y., Fitzgerald E. (2006). The Conditional CAPM and Time Varying Risk Premium for Equity REITs. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 12 (2), str. 167-175.
41. NAREIT (2003). *The Investor's Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs)*. B.k.: NAREIT.
42. Pirtovšek M. (2003). *Upravljanje vzajemnih skladov*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Praznik B. (2006). Pripoznavanje nepremičnin v računovodstvu. *Revizor*, 2, str. 40-55.
44. Pučko D. (2003). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Salter S. P. (2006). NASDAQ REITs and Optimal Investment Policy: Evidence from 1995 to 2005. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 12 (3), str. 201-207.

46. Santomero A. M. (1997). Commercial Bank Risk Management: AN Analysis of the Process. *Journal of Financial Services Research*, 12 (2), str. 83-115.
47. Saunders A., Milton Cornett M. (2003). *Financial Institutions Management. A Risk Management Approach*. New York: McGraw-Hill.
48. *Slovenski računovodski standardi 2006*. Najdeno 28. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacije/index.php>
49. Stevenson S. (2006). Real Estate Investment: Innovations in REITs, Private Equity, Property Derivatives. London: Terrapin Financial.
50. Turk Ivan et al. (2004). *Finančno računovodstvo*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
51. Waggle D., Agrrawall P. (2006). The Stock-REIT Relationship and Optimal Asset Allocations. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 12 (3), str. 209-221.
52. Wells Real Estate Investment Trust II, Inc. (2007). *Wells REIT II Prospectus*. Norcross, USA: Wells Investment Securities.
53. *Wikipedia, Die freie Enzyklopädie*. Najdeno 6. maja 2008 na spletnem naslovu <http://de.wikipedia.org/wiki/Immobilienfonds>
54. Williams J. R., Carcello J. V., Neal T. L. (2009). *2009 GAAP Guide Level A: Restatement and Analysis of Current FASB Standards*. Najdeno 30. marca 2009 na spletnem naslovu http://books.google.si/books?id=e__N5fQv-lwC&pg=PT766&lpg=PT766&dq=FAS+98&source=bl&ots=67IGi12u72&sig=Bd2NL0KKBqwp-LO75tvfBMGRUFo&hl=sl&ei=v6_CSbfwD5iU_gaSkoGBCw&sa=X&oi=book_result&resnum=3&ct=result#PPP1,M1
55. Wilson R. M. S., Gilligan C., Pearson D. J. (1994). *Strategic Marketing Management: Planning, Implementation and Control*. East Kilbride: Thomson Litho.
56. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb – ZDDPO-2. (2006). Uradni list RS. (Št. 117/2006).
57. Zupančič N. (2006). Investiranje v tuje dolžniške vrednostne papirje kot del naložbene politike pokojninskih družb v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. Zupančič V. (2008). Najemi. *IKS*, 9-10, str.71-75.

PRILOGE

Priloga 1:	Slovar uporabljenih izrazov	1
Priloga 2:	REIT-i v Veliki Britaniji.....	2
Priloga 3:	REIT-i v ZDA.....	3
Priloga 4:	Analiza SPSS 2009 – dodatek.....	6

Priloga 1: Slovar uporabljenih izrazov

- ❖ EPS (angl. Earnings per share) = dobiček na delnico
- ❖ Equity REIT (angl.) = premoženjski REIT
- ❖ Geschlossene Immobilienfonds (nem.) = zaprti nepremičninski skladi
- ❖ Immobilien-Spezialfonds (nem.) = specialni nepremičninski skladi
- ❖ Mortgage REIT (angl.) = hipotekarni REIT
- ❖ NAV (angl. Net Asset Value) = neto vrednost sredstev
- ❖ Nekretninski fond (hrv.) = nepremičninski sklad
- ❖ NNAV (nem. Nachsteuer NAV) = neto vrednost sredstev po davkih
- ❖ Offener Immobilienfonds (nem.) = odprti nepremičninski skladi
- ❖ Real Estate Collateral (angl.) = poroštvo na nepremičnini
- ❖ REIT (Real Estate Investment Trust) (angl.) = nepremičninska investicijska družba, REIT
- ❖ REITS (nem.) = REIT-i
- ❖ ROA (angl. Return on Assets) = donos na sredstva

Priloga 2: REIT-i v Veliki Britaniji

UK REITs, "London Stock Exchange"	Oznaka za trgovanje na "London Stock Exchange"	vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih (angl. pence)		NAV/delnico* v penijih**		Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju	Sprememba NAV/delnico v izbranem obdobju
		10.04.2007	06.04.2009	31.12.2006	31.12.2008	v %	v %
1	2	3	4	5	6	7	8
Big Yellow	BYG	662,00	234,75	347,30	465,90	-64,54	34,15
Great Portland Estates	GPOR	784,00	248,25	513,00	493,00	-68,34	-3,90
Brixton	BXTN	516,00	23,50	534,00	448,00	-95,45	-16,10
Mucklow (A & J) Group	MKLW	474,75	237,50	452,00	379,00	-49,97	-16,15
McKay Securities	MCKS	446,00	111,00	422,00	345,00	-75,11	-18,25
Shaftesbury	SHB	789,50	307,25	590,00	482,00	-61,08	-18,31
Land Securities	LAND	2.164,00	497,50	2.129,00	1.660,00	-77,01	-22,03
Primary Health Properties	PHP	440,75	237,00	420,90	320,00	-46,23	-23,97
Derwent London	DLN	2.230,00	790,50	1.770,00	1.226,00	-64,55	-30,73
Hammerson	HMSO	1.707,00	282,00	1.500,00	1.036,00	-83,48	-30,93
Workspace Group	WKP	499,25	13,25	340,00	232,00	-97,35	-31,76
SEGRO - Slough Estates Group	SGRO	788,00	21,00	775,00	482,00	-97,34	-37,81
Liberty International	LII	1.253,00	416,50	1.327,00	745,00	-66,76	-43,86
Town Centre Securities	TCSC	575,00	85,50	487,00	271,00	-85,13	-44,35
British Land	BLND	1.556,00	424,00	1.610,00	718,00	-72,75	-55,40

Manjkajoči podatki:

Highcroft investments	HCFT	np	300,00	np	np
Local Shopping REIT	LSR	-	45,00	-	-
Pineapple corporation	XS0338351835, Luxemburg Stock Exchange	np	np	np	np
Rugby Estates Investment Trust plc	RUGB	np	33,50	np	np
Warner Estate Holdings	WNER	np	31,25	np	np

* NAV/delnico = Net Asset Value (slov. neto vrednost sredstev/delnico)

** zadnji razpoložljivi podatek (31. december ali starejši, npr. 30. september ali 30. junij)

*** temelji na zadnji izplačani dividendi, april 2009 in prej

vir (tečajnica): http://www.reita.org/live/Databank/databank_reits.html, 8. april 2009

vir (NAV/delnico): letna poročila družb, http://www.reita.org/live/Databank/databank_reits.html, 8. april 2009

vir (seznam UK REIT-ov): <http://www.reita.org/live/Databank/chart.html?38>, 8. april 2009

Priloga 3: REIT-i v ZDA

	Borza vrednostnih papirjev	REIT-i v ZDA	Oznaka za trgovanje na borzi vrednostnih papirjev	Vrednost delnice na borzi vrednostnih papirjev v USD		Koefficient beta	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju
				10.04.2007	06.04.2009		
Zap. št.	1	2	3	4	5	6	7 5/4*100-100
1	ASE	PMC Commercial Trust	PCC	14,65	5,65	-0,13	-61,43
2	NYSE	AvalonBay Communities Inc.	AVB	130,39	53,04	0,00	-59,32
3	NASDAQ	American Capital Agency	AGNC	19,35	17,11	0,00	-11,58
4	ASE	Pittsburgh & West Virginia Rail Road	PW	9,10	10,35	0,19	13,74
5	OTC	First REIT of New Jersey	FREVS.OB	24,00	15,00	0,23	-37,50
6	NYSE	Anworth Mortgage Asset Corporation	ANH	9,56	6,46	0,30	-32,43
7	NYSE	Dynex Capital, Inc.	DX	7,88	7,08	0,43	-10,15
8	NYSE	Annaly Mortgage Management, Inc.	NLY	15,64	14,09	0,43	-9,91
9	NYSE	MFA Mortgage Investments, Inc.	MFA	7,53	6,10	0,50	-18,99
10	NYSE	Universal Health Realty Income Trust	UHT	36,33	32,97	0,52	-9,25
11	NASDAQ	Mission West Properties	MSW	14,50	6,75	0,59	-53,45
12	NASDAQ	Investors Real Estate Trust	IRET	10,67	10,14	0,60	-4,97
13	NYSE	Capstead Mortgage Corporation	CMO	9,83	11,45	0,64	16,48
14	ASE	UMH Properties Inc.	UMH	15,17	5,77	0,68	-61,96
15	NASDAQ	Monmouth Real Estate Investment Corp.	MNRTA	8,80	6,59	0,68	-25,11
16	NYSE	Cedar Shopping Centers	CDR	16,40	2,30	0,74	-85,98
17	NYSE	Capital Lease Funding	LSE	10,81	2,24	0,74	-79,28
18	NYSE	The St. Joe Company	JOE	54,05	19,02	0,75	-64,81
19	NYSE	CarrAmerica Realty Corporation	CRE	13,50	5,42	0,75	-59,85
20	NYSE	Urstadt Biddle Properties, Inc.	UBA	18,99	14,88	0,77	-21,64
21	ASE	Franklin Street Properties Corp	FSP	19,37	13,15	0,82	-32,11
22	NYSE	National Health Investors, Inc.	NHI	32,31	28,91	0,84	-10,52
23	NYSE	Public Storage, Inc.	PSA	96,60	62,27	0,85	-35,54
24	NYSE	LTC Properties, Inc.	LTC	25,81	19,12	0,85	-25,92
25	NYSE	Corporate Office Properties Trust	OFC	47,02	28,01	0,86	-40,43
26	NYSE	American Campus Communities, Inc.	ACC	29,91	19,42	0,87	-35,07
27	NYSE	Getty Realty Corp.	GTY	29,76	20,05	0,89	-32,63
28	NYSE	Saul Centers, Inc.	BFS	54,60	27,54	0,91	-49,56
29	NYSE	Redwood Trust, Inc.	RWT	49,90	16,35	0,93	-67,23
30	NYSE	Realty Income Corporation	O	28,13	20,86	0,93	-25,84
31	NYSE	Tanger Factory Outlet Centers, Inc.	SKT	40,17	33,92	0,93	-15,56
32	NYSE	PS Business Parks Inc.	PSB	70,81	42,62	0,94	-39,81
33	NASDAQ	Gladstone Commercial Corporation	GOOD	19,95	8,31	0,95	-58,35
34	NASDAQ	Supertel Hospitality, Inc.	SPPR	7,97	0,93	0,96	-88,33
35	NYSE	Essex Property Trust, Inc.	ESS	129,65	68,47	0,99	-47,19
36	NYSE	Omega Healthcare Investors, Inc.	OHI	17,04	15,33	1,00	-10,04
37	NYSE	Health Care REIT, Inc.	HCN	45,49	33,85	1,01	-25,59
38	NYSE	Equity Lifestyle Properties	ELS	55,64	42,69	1,02	-23,27
39	ASE	Roberts Realty Investors, Inc.	RPI	7,75	0,90	1,03	-88,39
40	NYSE	Inland Real Estate Corporation	IRC	18,46	7,61	1,03	-58,78
41	NYSE	Potlatch Corporation	PCH	45,55	24,37	1,03	-46,50
42	NYSE	Rayonier, Inc.	RYN	43,27	33,74	1,03	-22,02
43	NYSE	Sovran Self Storage, Inc.	SSS	55,31	22,03	1,06	-60,17
44	NYSE	W. P. Carey & Co., LLC	WPC	23,43	23,41	1,07	-0,09
45	NYSE	Anthracite Capital, Inc.	AHR	11,99	0,51	1,08	-95,75
46	NYSE	Winthrop Realty Trust	FUR	6,74	7,92	1,08	17,51
47	NYSE	Plum Creek Timber Company	PCL	39,61	30,64	1,13	-22,65
48	NYSE	Healthcare Realty Trust, Inc.	HR	38,66	15,97	1,14	-58,69
49	NYSE	Washington Real Estate Investment Trust	WRE	37,26	19,09	1,14	-48,77
50	NYSE	National Retail Properties, Inc.	NNN	24,33	17,85	1,14	-26,63

	Borza vrednostnih papirjev	REIT-i v ZDA	Oznaka za trgovanje na borzi vrednostnih papirjev	Vrednost delnice na borzi vrednostnih papirjev v USD		Koeficient beta	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju
				10.04.2007	06.04.2009	10.04.2009	7
Zap. št.	1	2	3	4	5	6	5/4*100-100
51	NYSE	Equity Residential	EQR	49,55	21,47	1,16	-56,67
52	NYSE	Extra Space Storage, Inc.	EXR	19,10	6,52	1,17	-65,86
53	NYSE	EastGroup Properties, Inc.	EGP	51,32	31,24	1,18	-39,13
54	NYSE	United Dominion Realty Trust, Inc.	UDR	30,80	8,95	1,19	-70,94
55	NYSE	Mid-America Apartment Communities, Inc.	MAA	57,34	33,02	1,19	-42,41
56	NYSE	Equity One, Inc.	EQY	27,27	15,89	1,19	-41,73
57	NYSE	First Potomac Realty Trust	FPO	28,82	8,33	1,21	-71,10
58	NYSE	Maguire Properties, Inc.	MPG	36,29	1,00	1,24	-97,24
59	NYSE	Cogdell Spencer Inc.	CSA	21,25	5,20	1,24	-75,53
60	NYSE	Acadia Realty Trust	AKR	27,15	12,13	1,25	-55,32
61	NYSE	BRE Properties, Inc.	BRE	63,09	22,68	1,26	-64,05
62	NYSE	Nationwide Health Properties, Inc.	NHP	32,53	24,43	1,26	-24,90
63	NYSE	Liberty Property Trust	LRY	50,13	22,01	1,27	-56,09
64	NYSE	Post Properties, Inc.	PPS	46,09	12,79	1,28	-72,25
65	NYSE	Boston Properties, Inc.	BXP	118,07	40,18	1,29	-65,97
66	NYSE	Federal Realty Investment Trust	FRT	92,19	51,74	1,30	-43,88
67	NYSE	Home Properties, Inc.	HME	55,59	34,23	1,30	-38,42
68	NYSE	Senior Housing Properties Trust	SNH	24,65	15,78	1,32	-35,98
69	NYSE	U-Store-It Trust	YSI	19,45	2,32	1,33	-88,07
70	NYSE	Digital Realty Trust, Inc.	DLR	40,12	37,00	1,33	-7,78
71	NYSE	HRPT Properties Trust	HRP	12,63	3,64	1,36	-71,18
72	NYSE	Health Care Property Investors, Inc.	HCP	36,80	20,27	1,36	-44,92
73	NYSE	Lexington Corporate Properties Trust	LXP	21,19	2,69	1,39	-87,31
74	NYSE	DCT Industrial Trust, Inc.	DCT	11,44	3,71	1,39	-67,57
75	NYSE	Hospitality Properties Trust	HPT	47,80	13,58	1,40	-71,59
76	NYSE	Kilroy Realty Corporation	KRC	75,18	18,12	1,41	-75,90
77	NYSE	Associated Estates Realty Corp.	AEC	15,03	5,84	1,41	-61,14
78	NYSE	Education Realty Trust, Inc.	EDR	14,95	3,96	1,42	-73,51
79	NYSE	BioMed Realty Trust	BMR	27,33	8,33	1,43	-69,52
80	NYSE	Medical Properties Trust	MPW	14,84	4,16	1,45	-71,97
81	NYSE	Highwoods Properties, Inc.	HIW	40,75	22,58	1,45	-44,59
82	OTC	Crystal River Capital	CYRV.OB	26,55	1,35	1,48	-94,92
83	NYSE	Capital Trust, Inc.	CT	45,47	1,28	1,51	-97,18
84	NYSE	Vornado Realty Trust	VNO	121,62	39,66	1,54	-67,39
85	NYSE	Simon Property Group, Inc.	SPG	114,51	40,32	1,54	-64,79
86	NYSE	Brandywine Realty Trust	BDN	33,28	3,76	1,55	-88,70
87	NYSE	Ventas, Inc.	VTR	42,60	25,42	1,55	-40,33
88	NYSE	Regency Centers Corporation	REG	84,90	32,58	1,56	-61,63
89	NYSE	Weingarten Realty Investors	WRI	48,09	12,36	1,58	-74,30
90	NYSE	Camden Property Trust	CPT	72,14	24,70	1,58	-65,76
91	NASDAQ	Thomas Properties Group, Inc.	TPGI	15,00	1,39	1,60	-90,73
92	NYSE	Taubman Centers, Inc.	TCO	59,82	18,23	1,60	-69,53
93	NYSE	Alexandria Real Estate Equities, Inc.	ARE	102,32	37,20	1,60	-63,64
94	NYSE	Duke Realty Corporation	DRE	43,90	6,97	1,63	-84,12
95	NYSE	Parkway Properties, Inc.	PKY	53,62	12,91	1,63	-75,92
96	NYSE	Sun Communities, Inc.	SUI	31,01	13,84	1,64	-55,37
97	NYSE	Mack-Cali Realty Corporation	CLI	48,52	21,25	1,65	-56,20
98	NYSE	BRT Realty Trust	BRT	31,05	3,70	1,66	-88,08
99	NYSE	Hersha Hospitality Trust	HT	12,05	2,40	1,66	-80,08
100	NYSE	Alexander's Inc.	ALX	420,67	178,25	1,67	-57,63
101	NYSE	Macerich Company, The	MAC	95,04	9,80	1,68	-89,69
102	NYSE	Host Hotels & Resorts, Inc.	HST	26,74	5,12	1,68	-80,85

	Borza vrednostnih papirjev	REIT-i v ZDA	Oznaka za trgovanje na borzi vrednostnih papirjev	Vrednost delnice na borzi vrednostnih papirjev v USD		Koeficient beta	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju
				10.04.2007	06.04.2009	10.04.2009	7
Zap. št.	1	2	3	4	5	6	5/4*100-100
103	NYSE	Douglas Emmett Inc.	DEI	26,75	8,61	1,68	-67,81
104	NASDAQ	MHI Hospitality Corporation	MDH	10,12	1,30	1,69	-87,15
105	NYSE	Cousins Properties, Inc.	CUZ	32,78	8,11	1,70	-75,26
106	NYSE	Kimco Realty Corporation	KIM	49,06	9,33	1,71	-80,98
107	NYSE	Kite Realty Group Trust	KRG	20,43	2,61	1,72	-87,22
108	NYSE	Agree Realty Corporation	ADC	34,35	17,02	1,74	-50,45
109	NYSE	Northstar Realty Finance Corp.	NRF	14,45	3,12	1,76	-78,41
110	NYSE	Forest City Enterprises, Inc.	FCE-A	68,44	5,68	1,82	-91,70
111	NYSE	Ramco-Gershenson Properties Trust	RPT	36,02	7,24	1,83	-79,90
112	NYSE	Entertainment Properties Trust	EPR	62,27	18,33	1,83	-70,56
113	NYSE	Developers Diversified Realty Corporation	DDR	64,71	2,65	1,89	-95,90
114	NYSE	Brookfield Properties Corporation	BPO	40,60	6,46	1,90	-84,09
115	NYSE	One Liberty Properties Inc.	OLP	24,09	3,84	1,93	-84,06
116	NYSE	Colonial Properties Trust	CLP	47,35	4,40	2,03	-90,71
117	NYSE	CBL & Associates Properties	CBL	45,88	3,37	2,07	-92,65
118	NYSE	Gramercy Capital Corp.	GKK	30,95	1,39	2,08	-95,51
119	NYSE	Glimcher Realty Trust	GRT	27,12	1,81	2,15	-93,33
120	NYSE	Apartment Investment & Mgmt. Co.	AIV	58,50	6,40	2,17	-89,06
121	NYSE	First Industrial Realty Trust	FR	44,25	2,66	2,18	-93,99
122	NYSE	Ashford Hospitality Trust	AHT	12,08	1,97	2,19	-83,69
123	NYSE	AMB Property Corporation	AMB	59,86	17,48	2,21	-70,80
124	NYSE	SL Green Realty Corp.	SLG	139,90	12,08	2,23	-91,37
125	NYSE	DiamondRock Hospitality Company	DRH	19,28	3,81	2,24	-80,24
126	NYSE	LaSalle Hotel Properties	LHO	48,08	6,45	2,30	-86,58
127	NYSE	Pennsylvania REIT	PEI	47,37	5,60	2,41	-88,18
128	NYSE	Strategic Hotels & Resorts, Inc.	BEE	22,84	0,85	2,43	-96,28
129	NYSE	RAIT Investment Trust	RAS	26,77	1,39	2,58	-94,81
130	NYSE	Sunstone Hotel Investors, Inc.	SHO	27,45	2,77	2,62	-89,91
131	NYSE	Resource Capital Corp.	RSO	16,02	3,26	2,74	-79,65
132	NYSE	Arbor Realty Trust, Inc.	ABR	30,69	0,80	2,84	-97,39
133	NYSE	iStar Financial Inc.	SFI	47,75	2,91	3,12	-93,91
134	NYSE	FelCor Lodging Trust Inc.	FCH	25,33	1,42	3,27	-94,39
135	NYSE	ProLogis	PLD	66,31	7,86	3,42	-88,15
136	NYSE	Newcastle Investment Corporation	NCT	28,10	0,70	3,68	-97,51

Manjkajoči podatki:

137	ASE	Berkshire Income Realty	BIR_PA	26,85	13,83	ni podatka
138	ASE	Hanover Capital Mortgage Holdings, Inc.	HCM	4,20	0,17	ni podatka
139	ASE	Pacific Office Properties Trust	PCE	7,88	5,00	ni podatka
140	ASE	Presidential Realty Corporation (Class B)	PDL-B	ni podatka	ni podatka	3,03
141	ASE	Westfield, LLC	WDC	ni podatka	ni podatka	1,33
142	NASDAQ	Maxus Realty Trust, Inc.	MRTI	12,53	5,00	ni podatka
143	NYSE	Chimera Investment Corp.	CIM	ni podatka	3,29	1,77
144	NYSE	DuPont Fabros Technology, Inc.	DFT	ni podatka	7,95	1,51
145	NYSE	General Growth Properties, Inc.	GGP	ni podatka	ni podatka	ni podatka
146	NYSE	Hatteras Financial Corp.	HTS	ni podatka	24,90	0
147	OTC	Feldman Mall Properties	FMLP.PK	ni podatka	0,08	ni podatka

Oznake:

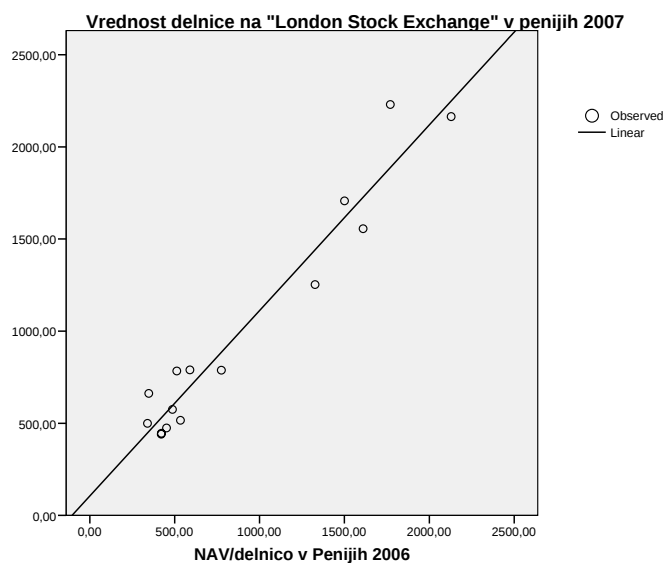
NYSE NEW YORK STOCK EXCHANGE
ASE AMERICAN STOCK EXCHANGE
NASDAQ NASDAQ
OTC OTHER OVER-THE-COUNTER

vir (seznam REIT-ov): <http://www.reit.com/AllAboutREITs/PubliclyTradedREITDirectory/SearchableDirectory/tabid/153/Default.aspx>, 29. april 2009;
<http://www.reit.com/AllAboutREITs/REITsbyTickerSymbol/tabid/146/Default.aspx>, 29. april 2009
 vir (tečajnica): <http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=UBA&a=03&b=6&c=2007&d=03&e=6&f=2009&g=d&z=66&y=462>, 29. april 2009
 vir (beta koeficient): <http://finance.yahoo.com/q/ks?s=akr>, 29. april 2009

Priloga 4: Analiza SPSS 2009 – dodatek

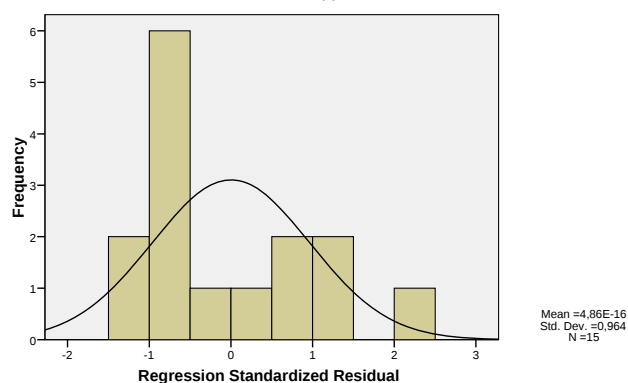
UK REIT-i – pred finančno krizo

Correlations			
		Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2007	NAV/delnico v Penijih 2006
Pearson Correlation	Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2007 NAV/delnico v Penijih 2006	1,000 ,970	,970 1,000
Sig. (1-tailed)	Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2007 NAV/delnico v Penijih 2006	. ,000	,000 .
N	Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2007 NAV/delnico v Penijih 2006	15 15	15 15



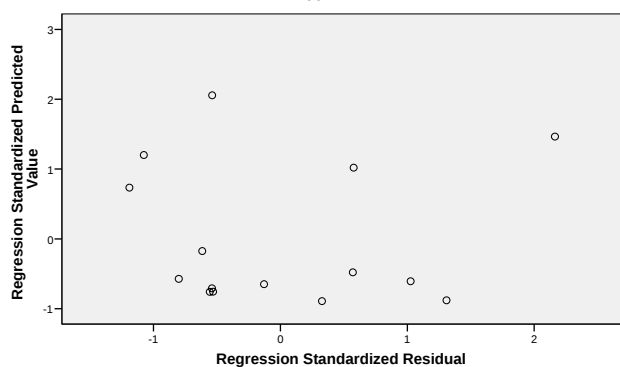
Histogram

Dependent Variable: Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2007



Scatterplot

Dependent Variable: Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2007

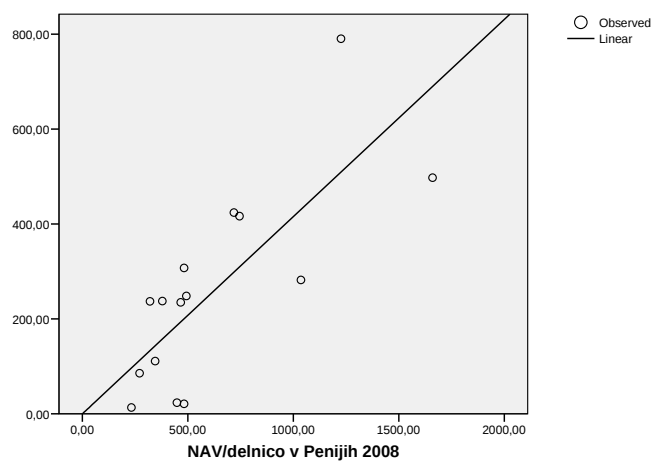


UK REIT-i – med finančno krizo

Correlations

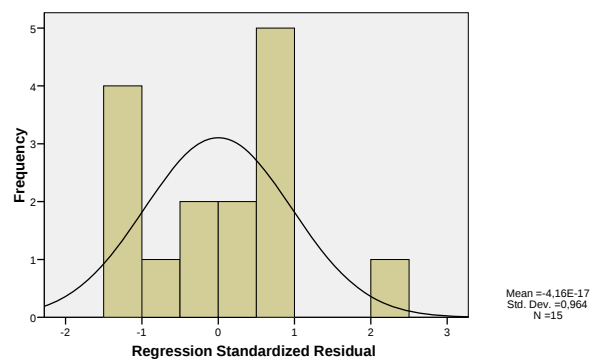
		Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009	NAV/delnico v Penijih 2008
Pearson Correlation	Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009	1,000	,758
	NAV/delnico v Penijih 2008	,758	1,000
Sig. (1-tailed)	Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009	.	,001
	NAV/delnico v Penijih 2008	,001	.
N	Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009	15	15
	NAV/delnico v Penijih 2008	15	15

Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009



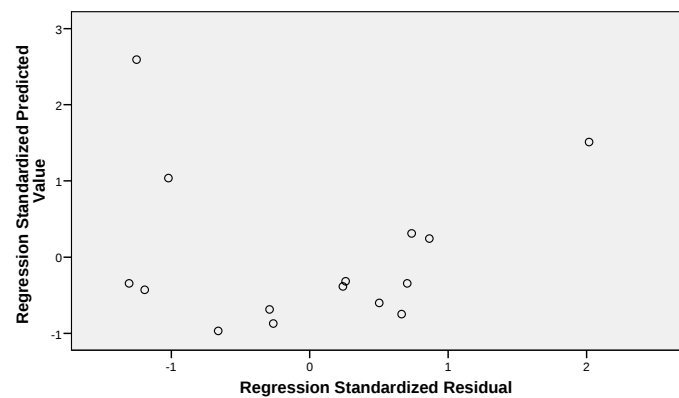
Histogram

Dependent Variable: Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009



Scatterplot

Dependent Variable: Vrednost delnice na "London Stock Exchange" v penijih 2009

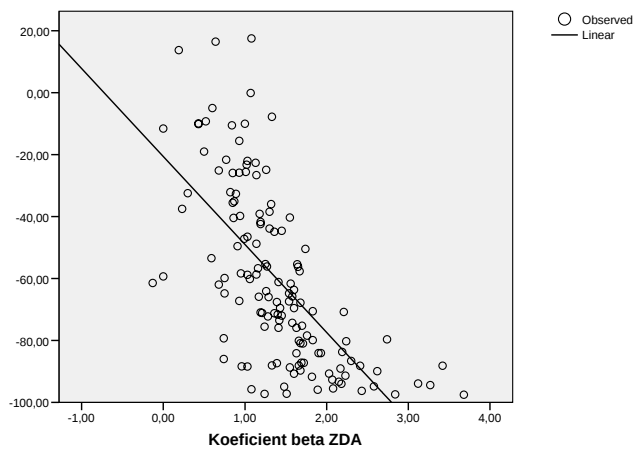


REIT-i v ZDA

Correlations

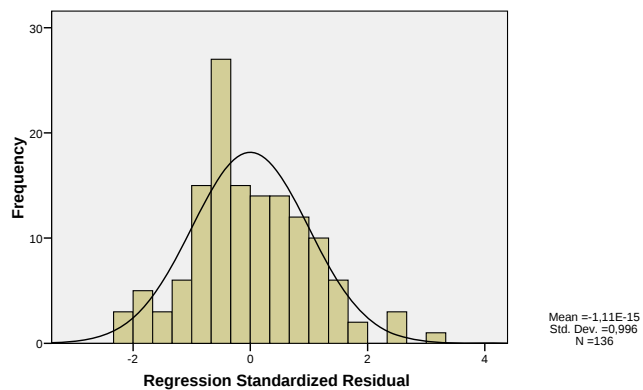
		Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA	Koeficient beta ZDA
Pearson Correlation	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA	1,000	-,657
	Koeficient beta ZDA	-,657	1,000
Sig. (1-tailed)	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA	.	,000
	Koeficient beta ZDA	,000	.
N	Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA	136	136
	Koeficient beta ZDA	136	136

Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA



Histogram

Dependent Variable: Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA



Scatterplot

Dependent Variable: Sprememba vrednosti delnice v izbranem obdobju ZDA

