

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NEPREMIČNINA KOT VIR FINANCIRANJA PODJETJA

Ljubljana, april 2014

LUKA JEVNIKAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Luka Jevnikar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom Nepremičnina kot vir financiranja podjetja, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem mag. Blažem Zupanom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v diplomskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega diplomskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VIRI FINANCIRANJA V PODJETJU	3
1.1 Lastniško financiranje podjetja	4
1.2 Dolžniško financiranje podjetja	5
2 NEPREMIČNINA	7
3 KAPITALSKI TRGI IN MOŽNOSTI FINANCIRANJA PODJETJA Z UPORABO NEPREMIČNIN	10
3.1 Lastniški trgi kapitala	11
3.2 Dolžniški trgi kapitala.....	14
3.2.1 Trg sekuritizacije hipotekarnih posojil v poslovne nepremičnine	15
3.2.2 Razmere na medbančnih trgih	15
4 UPORABA NEPREMIČNIN PRI FINANCIRANJU	16
4.1 Motivi za financiranje podjetja z uporabo nepremičnin	18
4.2 Značilnosti financiranja podjetja z uporabo nepremičnin.....	20
4.3 Načini financiranja podjetja z uporabo nepremičnin	22
4.3.1 Lastništvo (status quo)	22
4.3.2 Delitev opco/propco	23
4.3.3 Finančni najem.....	24
4.3.4 Prodaja in povratni najem	25
4.3.5 Prodaja in povratni najem v skupnem partnerstvu.....	25
4.3.6 Sekuritizacija prodaje in povratnega najema	26
4.3.7 Prodaja in povratno upravljanje	27
4.3.8 Outsourcing nepremičnin	27
4.4 Najemna pogodba	28
4.4.1 Določanje začetne najemnine	28
4.4.2 Usklajevanje najemnine	29
4.4.3 Dolžina najema	30
4.4.4 Operativne določbe v najemni pogodbi	31
4.5 Vpliv financiranja z uporabo nepremičnin na izkaze poslovanja podjetja	34
4.5.1 Mednarodni računovodski standard poročanja 17 – najemi	34
4.5.2 Knjiženje pri najemniku v primeru poslovnega najema	35
4.5.3 Knjiženje pri najemniku v primeru finančnega najema	36
4.5.4 Izrazi poslovanja podjetja.....	37
4.5.5 Predvidene spremembe mednarodnega računovodskega standarda poročanja 17 - najemi	38
5 EMPIRIČNE RAZISKAVE MONETIZACIJE NEPREMIČNIN	39
6 UPORABA MONETIZACIJE NEPREMIČNIN PRI IZBRANIH PODJETJIH..	40
6.1 Izbira pravega načina monetizacije.....	41
6.2 Tesco	42
6.3 J Sainsbury	44

6.4 Unilever	45
6.5 Metro	46
6.6 BBVA	47
6.7 Agrokor.....	48
6.8 Mercator	49
SKLEP	50
LITERATURA IN VIRI.....	52
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Viri financiranja podjetja	4
Tabela 2: Povzetek glavnih stroškov, povezanih z lastništvom in najemom nepremičnine	10
Tabela 3: Svetovni nepremičninski trg.....	11
Tabela 4: Najbolj možni kupci investicij tipa prodaja in povratni najem	13
Tabela 5: Vpliv stroškov kapitala in pričakovane vrednosti nepremičnine na strategijo financiranja podjetja	17
Tabela 6: Primerjava s stani podjetij največkrat omenjenih taktičnih in strateških zahtev pri uporabi poslovnih nepremičnin v podjetju.....	18
Tabela 7: Delež lastništva supermarketov v upravljanju izbranih supermarketov v Veliki Britaniji konec leta 2013.....	42

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz hipotetične računovodske vrednosti nepremičnine in njene tržne vrednosti.....	9
Slika 2: Struktura zahtevanega donosa investicije v nepremičnino	11
Slika 3: Skupna vrednost prodaj in povratnih najemov v Evropi med leti 2007 in 2013	13
Slika 4: Neto stroški zadolževanja za investitorje v nepremičnine na trgu hipotekarnih posojil v Veliki Britaniji med drugo polovico leta 2000 in prvo polovico leta 2014.....	15
Slika 5: Zgodovinska cena 5-letne zamenjave za trimesečni EURIBOR in LIBOR za polletna obdobja med junijem 2004 in februarjem 2014	16
Slika 6: Grafični prikaz načrta za nepremičninsko partnerstvo	21
Slika 7: Tesco prodaje in povratni najemi v EUR v obdobju 2004–2012 glede na ROCE podjetja in glede na zahtevane začetne donose supermarketov v istem obdobju ..	43

UVOD

Po podatkih svetovalnega podjetja na področju nepremičnin, CB Richard Ellis, naj bi podjetja v Evropi imela 2.250 milijard EUR kapitalskih rezerv (CBRE Inc., 2010, str. 3), ujetih v lastništvu nepremičnin. Večina teh nepremičnin je ujetih v podjetjih, ki ustvarjajo donos na vložen kapital, ki je višji od donosnosti, ki bi jo zahtevali investitorji, če bi podjetje nepremičnino kot investicijo z najemno pogodbo ponudilo na trgu. Ker podjetje na ta način relativno lahko pride do dodatnega kapitala, torej ni presenetljivo, da se v svetu monetizacija nepremičnin, ali način njihove pretvorbe v likvidno sredstvo, pogosto uporablja. Po podatkih RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014) naj bi podjetja v Evropi med leti 2007 in 2013 zbrala za več kot 82 milijard EUR denarnih sredstev s pomočjo monetizacije nepremičnin.

Glavni cilj diplomskega dela je z vidika podjetja kot lastnika nepremičnine pokazati, kakšne možnosti so mu na voljo, kako v teoriji in praksi nepremičnino podjetje pretvori v likvidno sredstvo in katere so prednosti ter slabosti tega početja. Vprašanje, ki je osrednjega pomena za vsako podjetje, je: »Ali je bolje biti lastnik ali najemnik nepremičnine?« Iskanje odgovora na to vprašanje je osrednja tema diplomskega dela.

V začetnih poglavjih najprej opredelim nekaj osnovnih pojmov, kot so različni tipi financiranja podjetja, in kakšno vlogo igra v podjetju nepremičnina kot osrednje sredstvo in notranji vir financiranja v podjetjih.

Podjetje kot lastnik nepremičnine ima pri odločitvi o monetizaciji vlogo, da iz nje ustvari finančni produkt, ki je namenjen točno določeni ciljni skupini investitorjev. Pri tem je dobro, da podjetje vnaprej pozna, kdo so investitorji v določen tip nepremičninske investicije in kakšne so njihove glavne zahteve. Glede na njihove zahteve podjetje nato izbere način monetizacije, ki je podjetju dejansko na voljo in ki je zanj najbolj ugodno. Investitorjevim zahtevam podjetje tudi prilagodi najemno pogodbo. V poglavju o kapitalskih trgih poskušam prikazati, kako za razliko od podjetij poslovne nepremičnine vidijo investitorji.

Nato se osredotočim na motive in značilnosti uporabe nepremičnine kot vira financiranja v podjetju. Načine, ki so podjetjem na voljo, na začetku teoretično opredelim in jih kasneje predstavim z vidika njihove dejanske uporabe v izbranih Evropskih podjetjih. Ko govorim o monetizaciji, ima podjetje na voljo ali lastništvo ali variacijo na temo prodaja in povratni najem.

Vsi načini monetizacije imajo nekaj skupnih dejavnikov, med katerimi je glavni pogodba o bodočem najemu. Najemna pogodba in njena oblika je tudi tista, ki na koncu določa, koliko vrednosti lahko podjetje z najemom nepremičnine ustvari. Pri sklepanju najemne pogodbe podjetje kot bodoči najemnik in investitor kot bodoči lastnik iščeta ravnotežje, ki

bodočemu najemniku omogoča kar se da veliko operativne svobode, medtem ko bodočemu lastniku zagotavlja finančno stabilnost.

Daleč najpomembnejši razlog, da se podjetja odločajo o prodaji nepremičnine v zameno za njen najem, je sprostitev kapitalskih rezerv, do katerih pri tem pride. Te lahko podjetja nato investirajo nazaj v glavno dejavnost ali pa jih kako drugače namensko porabijo. Kljub temu so podjetja največkrat kapital pripravljena sprostiti pogojno samo v primeru, da le-ta nima negativnih posledic na začetne finančne izkaze podjetja, in v primeru, da se bodoči najem obravnava kot poslovni najem z vidika mednarodnega računovodskega standarda 17 – najemi (v nadaljevanju MRS 17). Poslovni najem pri najemniku pomeni zunajbilančno financiranje podjetja.

Vsa podjetja si seveda niso enaka in tudi nepremičnine v njihovih poslovnih modelih igrajo različne vloge. Eden največjih uporabnikov prodaje in povratnega najema v zadnjem času so trgovska podjetja, to pa še ne pomeni, da so to edina podjetja, ki se poslužujejo monetizacije. Tudi banke, podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo in logistiko, telekomunikacijska podjetja ter druga podjetja se poslužujejo oblik prodaje in povratnega najema. Vlade in vladne organizacije se bolj poslužujejo outsourcinga nepremičnin, medtem ko se v hotelirstvu uporabljata prodaja in povratno upravljanje. Ne glede na tip monetizacije gre pri vseh načinih za isti koncept: lastnik nepremičnino proda, zanjo dobi denar, jo vzame nazaj v najem in se z novim lastnikom dogovori o njenem bodočem upravljanju.

V poglavju o empiričnih raziskavah na področju prodaje in povratnega najema se dotaknem še izsledkov, ki v glavnem govorijo v prid monetizaciji. V glavnem raziskave potrjujejo, da monetizacija za lastnike kapitala ustvarja dodatno vrednost in to kljub temu, da gre za obliko zadolževanja podjetja.

Tema, ki jo obravnavam v diplomskem delu, je zelo obširna, zato se kar se da omejim na obravnavo tematike zgolj z vidika podjetja kot lastnika in bodočega najemnika. V nekaterih poglavjih se dotaknem tematike tudi vidika investitorja, in sicer v glavnem samo, kjer je to potrebno za boljše razumevanje odločitev, ki jih ima podjetje na voljo.

Prav tako obravnavo tematike omejujem na že razvita podjetja, ki imajo na svoji bilanci stanja večje portfelje nepremičnin. To ne pomeni, da za start-up podjetja ali podjetja v razvoju možnost financiranja prek monetizacije nepremičnin ne obstaja. Velikokrat se na primer zgodi, da podjetnik za pridobitev sredstev za zagon zastavi svoje premoženje, hišo ali stanovanje.

Ne nazadnje se v diplomskem delu izognem obravnavi financiranja s pomočjo nepremičnine, ko le-ta ni v lasti podjetja. Ko podjetje ni lastnik nepremičnine, je sicer

ključno vprašanje zanj še vedno lastništvo ali najem, vendar je analiza problema z vidika podjetja drugačna, saj ob transakciji ne pride do sprostitve prostih kapitalskih rezerv.

1 VIRI FINANCIRANJA V PODJETJU

Za boljše razumevanje, za kaj gre pri financiranju podjetja, moramo najprej opredeliti nekaj osnovnih pojmov, povezanih s financiranjem podjetja. Bilanca stanja podjetja se deli na aktivo in na pasivo. Aktiva je leva stran bilance in zajema vsa sredstva, ki jih ima podjetje na voljo, medtem ko je pasiva celotna desna stran bilance in predstavlja finančno strukturo podjetja, ki jo lahko nadaljnje razdelimo na kapital, ki ga sestavljata lastniški in dolžniški kapital, in na kratkoročne dolgove. Ko govorimo o kapitalu in kapitalski strukturi podjetja, nas zanimata lastniški in dolžniški kapital kot viri financiranja podjetja.

Pri financiranju podjetja gre za iskanje optimalne strukture financiranja in kapitala. Za podjetje so najpomembnejši dejavniki pri odločanju o finančni strukturi (Duhovnik, 1995, str. 135–150):

- poslovno tveganje (bolj kot je tvegana dejavnost podjetja, večji mora biti delež lastniškega kapitala);
- davčna obravnava (plačane obresti pomenijo za podjetje davčni ščit, kar naredi dolg cenejši);
- finančna prilagodljivost (manj zadolženo podjetje bo lažje najelo posojilo takrat, ko ga bo potrebovalo);
- stabilnost denarnega toka (podjetje s stabilnim denarnim tokom se lahko bolj zadolži);
- sestava sredstev (bolj se lahko zadolžijo podjetja, ki imajo več likvidnih sredstev, ki jih lahko prodajo v primeru padca prihodkov);
- stopnja rasti (hitro rastoča podjetja svojo rast v večji meri financirajo z dolgom, ker je ta cenejši od kapitala);
- dobičkonosnost (visoke stopnje donosov omogočajo financiranje z zadržanimi dobički);
- nadzor (podjetje pri financiranju upošteva tudi morebiten premik nadzora k zunanjemu posojilodajalcu);
- tržne razmere (vplivajo na možnost pridobitve določenega vira v nekem trenutku).

Vire financiranja podjetja z vidika lastništva lahko razdelimo v dve osnovni skupini, in sicer na lastniško financiranje in dolžniško financiranje. Pod lastniško financiranje podjetja štejemo vse vire financiranja, ki vlagatelju dajejo pravico do lastništva. V to skupino spadajo vsi notranji viri financiranja in nov lastniški kapital ter nepovratna sredstva (subvencije). Na drugi strani gre pri dolžniških virih financiranja v glavnem za t. i. dolžniško-upniško razmerje, kjer si podjetje (dolžnik) kapital od nekoga (upnik) izposodi in ga mora pod vnaprej dogovorjenimi pogoji enkrat tudi vrniti. Med dolžniške vire

financiranja štejemo vse ostale zunanje vire financiranja, med drugim tudi dolžniški kapital.

Tabela 1: Viri financiranja podjetja

Notranje financiranje	Zunanje financiranje
Samofinanciranje: – dobiček – amortizacija	Novi lastniški kapital: – preko borze – brez borze
Ostalo notranje financiranje: – izboljšava koeficienta obračanja – začasno prosta sredstva – davčne olajšave – prestrukturiranje premoženja	Kreditne oblike: – bančna posojila – druga posojila – obveznice
	Subvencije: – posredne – neposredne
	Posebne oblike financiranja: – najem – factoring – forfeziranje

Vir: M. Rebernik & L. Repovž, Od ideje do denarja: podjetniški proces, 2000, str. 88.

1.1 Lastniško financiranje podjetja

Glavna značilnost lastniškega financiranja podjetja je, da z njim vlagatelj posredno ali neposredno pridobi delež v lastniški strukturi podjetja in je tako soodgovoren pri upravljanju podjetja. Njegov vložek je poplačan glede na uspešnost poslovanja podjetja. Podjetje za lastniški kapital ne jamči s svojimi sredstvi, zato je zahtevan donos lastniških sredstev praviloma višji od zahtevanega donosa dolžniških sredstev.

Nov lastniški kapital je glavna oblika zunanjega financiranja podjetja. Podjetje lahko do novega lastniškega kapitala pride na več načinov, in sicer preko borze z izdajo delnic, neposredno prek lastnikov tveganega kapitala, z dodatnimi sredstvi že obstoječih lastnikov ali preko poslovnih angelov. Investitorje lahko razdelimo tudi glede na vlogo, ki jo želijo prevzeti pri upravljanju podjetja. Če jih zanima aktivno upravljanje podjetja, govorimo o strateških investitorjih, medtem ko investitorje, ki jih zanima bolj pasivna vloga pri upravljanju podjetja, označujemo za finančne investitorje, saj so po vlogi v podjetju bolj podobni lastnikom dolžniškega kapitala.

Notranji viri financiranja so finančni viri, ki jih podjetje ustvarja preko svojega poslovanja. Amortizacija je pasiven način ustvarjanja notranjih finančnih virov in nastaja preprosto s

tokom časa. Dobiček na drugi strani je seveda aktiven način ustvarjanja notranjih virov, podobno kot tudi nekatera kratkoročna sredstva, ki nastanejo pri politiki podjetja do plačevanja dobaviteljem ali politiki podjetja pri knjiženju zalog.

1.2 Dolžniško financiranje podjetja

Ena izmed bistvenih razlik med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetja je, da pri dolžniškem financiranju vlagatelj s svojo naložbo ne želi posegati v samo upravljanje podjetja, pač pa ga bolj skrbi varnost njegove naložbe, torej da bo kapitalski vložek ob dogovorjenem roku v celoti dobil nazaj. V namen zagotavljanja varnosti naložbe vlagatelji od dolžnika pogostokrat terjajo oblike zavarovanja, kot so na primer hipoteke, garancije ali depoziti. Tudi v primeru, ko zavarovanja niso eksplicitno določena, so upniki v primeru težav podjetja poplačani pred lastniki. Dolžniška sredstva so zaradi večje vlagateljeve varnosti cenejša od lastniških sredstev.

Podjetje ima glede na svojo stopnjo razvoja na voljo veliko različnih oblik dolžniškega financiranja. Za razvita podjetja so tako med drugim primerne recimo naslednje oblike dolžniškega financiranja: bančni krediti, lombardni krediti, hipotekarni krediti, obveznice, sekuritizacija posojil, najem, faktoring, franšizing in obveznosti do dobaviteljev.

Bančni krediti so najbolj razširjena oblika dolžniškega kapitala podjetja. Pojem bančni kredit je sicer zelo obsežen, saj zajema vrste kreditov, kot so kratkoročni, srednjeročni, dolgoročni ali pa recimo zavarovani in nezavarovani krediti. Glede na uporabo nekaterih specifičnih oblik bančnih kreditov kot ločene oblike virov financiranja podjetja smatram pod imenom bančni kredit v glavnem nezavarovano in predvsem kratkoročno obliko financiranja podjetja (angl. *revolving credit facility* ali *revolver*).

Lombardni krediti so krediti, ki so zavarovani s sredstvi prenosljive narave, kot so vrednostni papirji, bančni depoziti, blago, plemenite kovine ali življenjska zavarovanja. Najbolj pogosta oblika je lombard vrednostnih papirjev, kjer so stroški jamstva najnižji in pri čemer ni nujno, da so vrednostni papirji v lasti kreditojemalca. Vrednost kredita se določi glede na vrednost zastavljenih sredstev in kreditne sposobnosti posojilojemalca. Lombardni krediti so v glavnem kratkoročne narave (do 5 let), pri čemer se obresti odplačujejo mesečno, glavnica pa se v glavnem v celoti odplača ob zapadlosti. Predvsem pri krajših kreditih je možno, da se obresti in glavnica poplačajo šele ob zapadlosti. Glavni uporabnik lombardnih kreditov so banke, ki si denar za uravnavanje likvidnosti kratkoročno izposojajo med seboj ali od centralnih bank.

Hipotekarni krediti so dolgoročni krediti, kjer ponudnik le-tega zavaruje s hipoteko na nepremičnino v njegovo korist. Ker gre za zavarovano obliko kredita, je obrestna mera velikokrat nižja od obrestne mere nezavarovanega bančnega kredita. Kot pri ostalih zavarovanih oblikah kreditiranja je višina kredita pri hipotekarnem kreditu odvisna od

vrednosti zastavljene nepremičnine, pri čemer se višina kredita omeji na delež vrednosti, ki je manjši od celotne vrednosti nepremičnine in znaša najpogosteje okrog 60 %. Po navadi gre za dobo odplačevanja, ki je daljša od 15 let.

Obveznice so finančna obveznost podjetja, da bo na določen datum določen del svojega prostega denarnega toka namenilo odplačilu obresti in glavnice. Gre za dolgoročen način dolžniškega financiranja podjetja, pri katerem podjetja namesto od bank vir financiranja pridobijo na kapitalskih trgih. Obstaja cela vrsta različnih podjetniških obveznic, ki se v glavnem med seboj razlikujejo glede na njihovo ročnost, obliko odplačevanja in možnosti, ki jih vsebujejo. Primeri vrste podjetniških obveznic so med drugim: obveznica s fiksno obrestno mero, obveznica s spremenljivo obrestno mero, obveznica s stopničasto obrestno mero, obveznica z odloženim plačilom obresti (angl. *payment in kind bond*), brezkuponska obveznica (angl. *zero coupon bond*), obveznica brez dospetja, zamenljiva obveznica (angl. *convertible bond*), obveznica z možnostjo predčasnega odpoklica (angl. *callable bond*) in obveznica z možnostjo predčasnega unovčenja (angl. *puttable bond*).

Sekuritizacija hipotekarnih posojil je posredna oblika dolgoročnega dolžniškega financiranja podjetja, kjer podjetje pridobi hipotekarno posojilo, na podlagi katerega potem vmesnik, ki je največkrat investicijska banka, izda vrednostne papirje na sekundarnem hipotekarnem trgu. Proces izdaje vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekami, se imenuje sekuritizacija (angl. *securitisation*), medtem ko se vrednostni papir, zavarovan s hipotekami v poslovne nepremičnine, angleško imenuje *comercial mortgage backed security* (v nadaljevanju CMBS).

Najem je dolgoročna oblika financiranja, ki je v osnovi zelo podobna financiranju s pomočjo hipotekarnega kredita (dolgoročno kreditiranje, anuitetno odplačevanje, višina vezana na vrednost zastavljenega sredstva). Bistvena lastnost najema je, da je za dobo najema lastnik sredstva dajalec najema, največkrat najemna hiša. Posledično to omogoča, da je višina najema do 100 % vrednosti sredstva. Najem je kot oblika dolžniškega financiranja na voljo tudi rastočim podjetjem, pri čemer sploh ni nujno, da je jemalec najema ob sklepanju najemne pogodbe tudi predhoden lastnik predmeta najema. Stroški zavarovanja pri najemih so praviloma nižji kot pri ostalih oblikah zavarovanega kreditiranja.

Franšizing je dogovor, kjer nekdo, franšizor, razvije poslovni model in nato pravice uporabe le-tega proda drugemu podjetniku, franšiziju. Pri tem franšizij po navadi dobi pravico uporabljati poslovni model za določen čas in na določenem geografskem območju. Franšizing se lahko deli na franšizing poslovnega modela ali na franšizing produktov. Medtem ko ima pri franšizingu produktov franšizij bolj proste roke, je franšizing poslovnega modela praviloma bolj ozko opredeljen za franšizija (Spinelli Jr., Rosenberg, & Birley, 2004, str. 2).

Factoring je odkup terjatev podjetja s strani banke. Gre za kratkoročno obliko financiranja, ki je na voljo podjetju in pri kateri zaradi odloženega načina plačevanja pride do nastanka sredstev terjatev do kupcev, ki jih podjetje proda specializiranemu podjetju. Podjetja factoring uporabljajo za kratkoročno upravljanje denarnih tokov.

Obveznosti do dobaviteljev so posredna oblika kratkoročnega financiranja podjetja. Pri nakupu materiala ali storitev zaradi možnosti odloženega plačila podjetje ohrani del denarja na svojem računu in na ta način pridobi kratkoročna sredstva. Podobno kot pri faktoringu z odloženim odplačevanjem podjetja upravljajo svoj denarni tok.

Kot je razvidno iz tega poglavja, ima podjetje na voljo kar nekaj različnih virov financiranja. Ko govorim o uporabi nepremičnine kot viru financiranja podjetja, pri tem mislim predvsem na uporabo naslednjih oblik financiranja:

- lastniški kapital;
- hipotekarna posojila;
- sekuritizacija hipotekarnih posojil;
- prodaja in povratni najem kot posebna oblika najema.

2 NEPREMIČNINA

Nepremičnina za podjetje opravlja dvojno vlogo. Osnovna vloga nepremičnine kot sredstva v lasti podjetja je, da je zanj operativnega pomena. Podjetje jo uporablja vsakodnevno in s pomočjo nje opravlja svojo glavno pridobitno dejavnost. Je sredstvo ključnega pomena, brez katerega poslovanje podjetja ni mogoče. Seveda to ne drži za vsa podjetja v enaki meri in tudi ne za vse tipe nepremičnin, ki jih podjetja uporabijo. Klub temu je moja teza o nenadomestljivosti nepremičnine za podjetje osrednjega pomena pri obravnavanju nepremičnine kot viru financiranja podjetja.

Druga vloga, ki jo nepremičnina upravlja za podjetje, pa je ta, da je zanj vir sredstev. V kolikšni meri je nepremičnina vir sredstev za podjetja, je odvisna od vrednosti, ki jo na bilanci stanja zanjo beleži podjetje v odnosu do njene tržne vrednosti, torej vrednosti, ki jo mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti opredeljujejo kot »ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala sredstvo ali obveznost na datum ocenjevanja vrednosti v poslu med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri čemer sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile« (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 10).

Razlike med računovodsko vrednostjo nepremičnine in tržno vrednostjo so pogostokrat velike. Podjetje nepremičnino na svoji bilanci stanja vrednoti po modelu nabavne vrednosti ali po modelu prevrednotenja. Pri modelu vrednotenja po nabavni vrednosti se vrednost stavb, naprav in opreme vsako leto amortizira, medtem ko se vrednost zemljišča skozi leta

ohranja in je predmet prevrednotenja. V primeru uporabe modela nabavne vrednosti, z izjemo novih investicij v nepremičnino, računovodska vrednost nepremičnine s časom kopni. Pri modelu prevrednotenja se nepremičnino v bilanci stanja vrednoti glede na njeno pošteno vrednost. Poštena vrednost nepremičnine je njena tržna vrednost, ki jo podjetje vsako leto na novo ocenjuje. Podjetje, katerega namen ni investirati v nepremičnino z namenom ustvarjanja dobička, to metodo vrednotenja bolj redko uporablja.

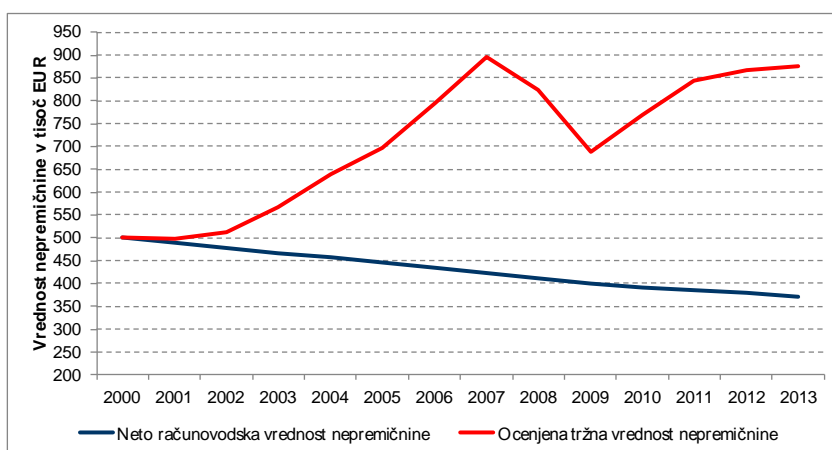
Glavne lastnosti nepremičnine kot vira financiranja so poleg računovodskih v glavnem tiste, ki določajo njeno investicijsko vrednost. Ni nujno, da je investicijska vrednost enaka tržni vrednosti nepremičnine, vendar oba pojma za potrebe diplomskega dela enačim. Baum (2009, str. 5–6) v svoji knjigi *Commercial Real Estate Investment a Strategic Approach* omenja naslednje lastnosti nepremičnine kot investicije:

- nepremičnina je opredmeteno sredstvo, ki se skozi čas obrabi in postane neuporabno;
- denarni tok nepremičnine določa najemna pogodba. V primeru daljših pogodb s fiksnimi najemninami lahko pride do velikih odstopanj med najemnino in tržno najemnino;
- ponudbena stran je regulatorno omejena in je tako zelo neelastična;
- realizirani donosi so velikokrat odvisni od ocenjenih vrednosti nepremičnin in ne od transakcijskih cen;
- je nelikvidno sredstvo. Tako implicitni kot eksplicitni stroški trgovanja z nepremičninami so zelo visoki;
- je kapitalsko zahtevno sredstvo. V portfelju nepremičnin je razpršenost težko doseči. Specifično tveganje je zato visoko;
- dolg se zelo obširno uporablja pri financiranju investicij v nepremičnine, kar izkrivlja cene nepremičnin;
- je hibridno sredstvo. Zaradi dolgih najemnin ima lahko lastnosti obveznic. Ko najemnina poteče, pride do ponovne prilagoditve takratnim ekonomskim razmeram, kar nepremičnini daje lastnost delniških investicij;
- tveganje pri investiciji v nepremičnino se zdi, ni pa nujno, nizko. Najemnina se plača pred izplačili lastnikom. Kot opredmeteno sredstvo ima vrednost tudi, ko v njej ni najemnikov in ni denarnega toka od najemnin;
- letna nihanja tržnih vrednosti nepremičnin so nižja od letnih nihanj tržnih vrednosti podjetniških obveznic. Pri tem gre v glavnem za problem, ki nastane zaradi uporabljenih metod pri vrednotenju nepremičnin;
- za razliko od delnic ali obveznic so nepremičninski investicijski cikli dolgi osem do devet let.

Torej je gibanje tržnih cen nepremičnin funkcija ponudbe in povpraševanja na nepremičninskih trgih. Temu primerno je gibanje tržnih cen nepremičnin nepredvidljivo. Kljub temu se vrednosti nepremičnin gibljejo v isti smeri kot gospodarstvo (Baum, 2009, str. 32). V časih konjunktore torej cene nepremičnin rastejo, medtem ko v recesiji padajo.

Na spodnji sliki je prikaz hipotetičnega gibanja računovodske vrednosti in tržne vrednosti supermarketov v Veliki Britaniji. Za prikaz gibanja tržne vrednosti sem uporabil letni indeks gibanja vrednosti supermarketov v Veliki Britaniji (2000–2012), ki ga objavlja IPD na svoji spletni strani (Investment Property Databank Ltd., 2014). Podporni izračuni za Sliko 2 so priloženi kot Priloga 6.

Slika 1: Prikaz hipotetične računovodske vrednosti nepremičnine in njene tržne vrednosti



Uspeh nepremičnine kot vira financiranja je odvisen od tega, kako podjetje dojema nepremičnino, in od stanja v gospodarstvu ter stanja na kapitalskih trgih. Uspešnost gospodarstva je osnovna gonilna sila povpraševanja po prostoru. Najemnine so tiste, ki na dolgi rok vplivajo na uspešnost nepremičnine kot investicije. Na kratek rok, ki je v primeru nepremičnin dolg do 10 let, pa je uspešnost nepremičnine kot investicije bolj odvisna od sprememb pri zahtevanih donosih in sprememb pri temeljnih obrestnih merah, torej od razmer na kapitalskih trgih (Baum, 2009, str. 5).

Kot lastnik nepremičnine ima podjetje z nepremičnino povezane določene stroške: strošek amortizacije, dejanske stroške, povezane z upravljanjem nepremičnine, kamor spadajo stroški porabe energije in stroški obnove, vzdrževanja ter popravil, administrativni stroški, nepremičninski davki in stroški zavarovanja nepremičnine. Če je bila nepremičnina financirana s hipotekarnim kreditom ali finančnim najemom, ima podjetje z nepremičnino povezane tudi stroške odplačevanja dolga.

Za razliko od stroškov, povezanih z lastništvom nepremičnine, ima najemnik pri najemu strošek najemnine, ki ga, v primeru, da gre za poslovni najem, v svojih izkazih prikaže kot operativni strošek najemnin, medtem ko ga, v primeru, da gre za finančni najem, v izkazih uspeha prikaže kot finančni strošek plačevanja obresti in amortizacijo finančnega sredstva. Stroški upravljanja z nepremičnino pri lastništvu ali najemu nepremičnine so največkrat obveznost podjetja. V primeru, da podjetje nepremičnino najema, si s tem lahko zagotovi določeno stroškovno fleksibilnost. Predvsem v primerih, ko gre za specifična znanja, na primer gradnja in upravljanje infrastrukture, so za podjetje, ki ni specialist na tem

področju, pri najemu mogoči prihranki pri stroških upravljanja. V spodnji tabeli je prikazan povzetek glavnih stroškov podjetja, povezanih z lastništvom ali najemom nepremičnine.

Tabela 2: Povzetek glavnih stroškov, povezanih z lastništvom in najemom nepremičnine

	Lastništvo	Poslovni najem	Finančni najem
Operativni stroški	Strošek amortizacije	Strošek najemnine	N/A
	Stroški upravljanja	Stroški upravljanja	Stroški upravljanja
EBIT			
Finančni stroški	N/A	N/A	Obresti
			Amortizacija finančnega sredstva
EBT			

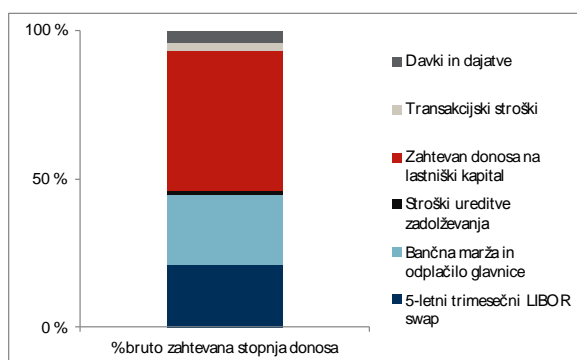
3 KAPITALSKI TRGI IN MOŽNOSTI FINANCIRANJA PODJETJA Z UPORABO NEPREMIČNIN

Finančni trg lahko definiramo kot prostor, na katerem se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih sredstvih. Osnovna funkcija finančnih trgov je učinkovitost alociranja finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam (Prohaska, 1999, str. 10).

Delimo jih lahko na trge denarja (kratkoročne) in trge kapitala (dolgoročne). Nadaljnje lahko trge kapitala razdelimo na lastniške in dolžniške trge. Na lastniških trgih ponudniki kapitala kupujejo lastniške finančne instrumente, medtem ko na dolžniških trgih ponudniki kapitala kupujejo dolžniške finančne instrumente. Kljub temu da gre pri izposojanju denarja pri bankah največkrat za dolgoročno dolžniško-upniško razmerje, tega ne štejemo kot izposojanje denarja na kapitalskih trgih. Posojila, ki jih dajejo banke podjetjem, razen v izrednih razmerah, niso na voljo za preprodajo kot investicija na kapitalskih trgih.

Uspešnost nepremičnine kot vira financiranja na kapitalskih trgih je odvisna od najemnine in od zahtevanih donosov. Glede na to da ima bodoči najemnik kontrolo nad denarnim tokom in ker je pripravljen podpisati dolgo najemno pogodbo, s tem najemnik nase prevzame prvi del vloge ustvarjanja vrednosti v sredstvu. Drugi del ustvarjanja vrednosti predstavljajo zahtevani donosi, ki so odvisni od ponudbe in povpraševanja na kapitalskih trgih. Struktura bruto zahtevanega donosa nepremičnine na kapitalskih trgih je poenostavljeno prikazana v naslednji sliki.

Slika 2: Struktura zahtevanega donosa investicije v nepremičnino v odstotkih



Kot je razvidno iz zgornje slike, stroški ureditve zadolževanja in transakcijski stroški predstavljajo zelo majhen del končne bruto zahtevane stopnje donosa in tako njihova gibanja bistveno ne vplivajo na izbor načina monetizacije.

Davki in dajatve so pomemben del pri izbiri načina monetizacije, vendar se njihovemu plačilu z davčnim planiranjem transakcije vnaprej tako najemnik kot tudi investitor lahko izogneta.

Glavna dva dejavnika, ki tako določata končno vrednost nepremičnine in izbor načina monetizacije, sta tako zahtevani donosi na lastniški kapital, ki se določajo na nepremičninskem trgu, in pogoji zadolževanja, ki jih določajo ponudniki dolžniškega kapitala, na katere vplivajo tudi razmere na medbančnih trgih.

3.1 Lastniški trgi kapitala

Glede na ocene podjetij DTZ in RREEF naj bi bilo v lasti institucionalnih investorjev po vsem svetu konec leta 2006 približno 16.000 milijard dolarjev poslovnih nepremičnin institucionalne kvalitete (Baum, 2009, str. 46). Številka je ogromna in jo je treba jemati z rezervo, saj ni mogoče z gotovostjo ugotoviti velikosti trgov nepremičnin na primer na Kitajskem ali v Indiji.

Tabela 3: Vrednost svetovnega nepremičninskega trga v dolarjih glede na regije v letu 2006

	Evropa	Azija	Države v razvoju	Severna Amerika	Skupaj
Velikost trga v \$	6.353.676	3.440.101	485.212	5.872.705	16.151.694
Velikost trga (% svetovnega trga)	39,3	21,3	3,0	36,4	100,0

Vir: A. Baum, *Commercial real estate investment*, 2009, str. 46.

V Veliki Britaniji, ki ima najbolj razvit nepremičninski trg v Evropi, le-tega glede na donosnost in tveganja posameznega tipa poslovne nepremičnine delijo na naslednje podtrge (Baum, 2009, str. 47–50):

- trgovine;
- nakupovalni parki in nakupovalna skladišča (angl. retail parks in retail warehouses);
- nakupovalni centri;
- pisarne in poslovni parki;
- tovarne in logistični centri;
- hoteli in zgradbe prostega časa (angl. leisure schemes).

Trg v Veliki Britaniji predstavlja približno 10 % celotnega evropskega trga poslovnih nepremičnin. Največji del predstavljajo trgovinski objekti, sledijo pa jim pisarniške stavbe, tovarne in logistični centri.

Investitorje v poslovne nepremičnine Baum (2009, str. 50–57) deli na tradicionalne investitorje (cerkev, država), nepremičninska podjetja, upravjalce nepremičninskih skladov in mednarodne investitorje. Z vidika monetizacije nepremičnin so glavni ponudniki kapitala nepremičninska podjetja in upravjalci nepremičninskih skladov. V modernem svetu poslovnih nepremičnin stroge ločnice med tema dvema ni, kljub temu pa se razlikujeta v pristopu do upravljanja nepremičnin.

Nepremičninska podjetja so podjetja, katerih namen kupovanja zemljišč in nepremičnin je njihovo aktivno upravljanje. Njihov poslovni model se od poslovnega modela upravjalcev nepremičninskih skladov razlikuje v tem, da gre za strateške investitorje, medtem ko so upravjalci nepremičninskih skladov bolj finančni investitorji. Primeri nepremičninskih podjetij v Evropi so Land Securities (VB), British Land (VB), SEB (ŠVE), Deka (NEM), Union (NEM) in Unibail/Rodamco (NIZ). Nepremičninska podjetja lahko kotirajo na borzi, t.i. *real estate investment trusts* (v nadaljevanju REITi).

Upravjalci nepremičninskih skladov so investitorji, ki v glavnem upravljajo denar institucionalnih lastnikov, bank, pokojninskih skladov in zavarovalnic. Upravjalci imajo za razliko od nepremičninskih podjetij finančen pristop k upravljanju nepremičnin. Aktivno upravljanje nepremičnin prepustijo drugim akterjem na trgu. Velikokrat v investicijo vstopajo skupaj z nepremičninskim podjetjem. Primeri upravjalcev so AXA REIM (FRA), Allianz Real Estate (NEM), Aviva (VB), ING REIM (NIZ) in UBS Global AM (ŠVI).

Bryan (2003, str. 21) najbolj možne kupce investicij tipa prodaja in povratni najem deli glede na kreditno sposobnost najemnika in dolžino najemne pogodbe.

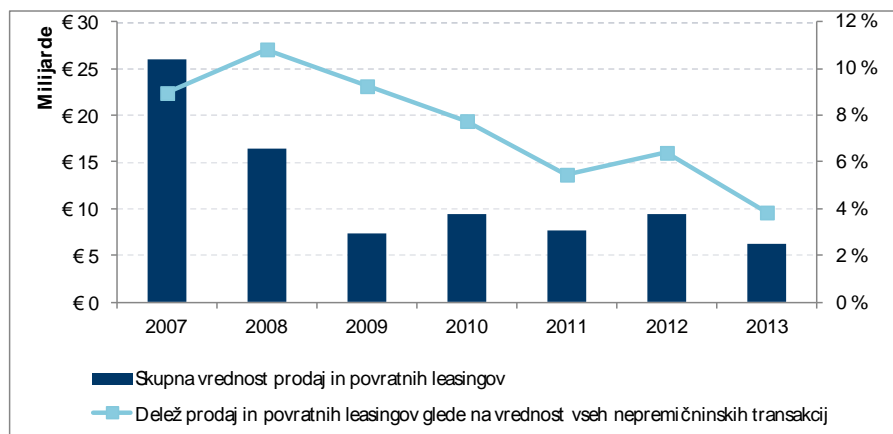
Tabela 4: Najbolj možni kupci investicij tipa prodaja in povratni najem

	Nizka kreditna sposobnost podjetja	Visoka kreditna sposobnost podjetja
Dolgoročna najemna pogodba	Specializirani nepremičninski skladi in pasivna nepremičninska podjetja	Strukturirani finančni najemodajalci
Kratkoročna najemna pogodba	Domači nepremičninski vlagatelji ki iščejo investicije z dodano vrednostjo	Nepremičninski skladi in domači investitorji

Vir: B.A. Bryan, *The state of sale-leasebacks: What corporations can and should expect today*, 2003, str. 22.

Po podatkih spletne strani RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014) naj bi transakcije na trgu prodaje in povratnega najema v Evropi leta 2013 dosegle vrednost 6,2 milijardi EUR, kar naj bi predstavljalo nekaj manj kot 4 % vrednosti vseh transakcij v Evropi v tem letu.

Slika 3: Skupna vrednost prodaj in povratnih najemov v Evropi med leti 2007 in 2013



Vir: Real Capital Analytics Inc., *Real Capital Analytics – Trends and Trades*, 2014.

Od leta 2007 je glede na vrednost daleč največji trg Velika Britanija s skupno vrednostjo prodaj in povratnih najemov 20.873 milijard EUR, kar predstavlja 25,3 % celotnega trga. Velika Britanija skupaj z Nemčijo, Španijo in Francijo predstavlja več kot 70-odstotni delež celotnega trga prodaje in povratnih najemov.

Daleč največji delež pri prodaji in povratnem najemu predstavljajo z 29,5-odstotnim tržnim deležem trgovinski objekti in z 28,7-odstotnim tržnim deležem pisarne in poslovni parki. Sledijo jim hoteli s 6,8-odstotnim tržnim deležem in s 6,3-odstotnim tržnim deležem tovarne ter logistični centri.

Glede na vrednost vseh prodaj in povratnih najemov od leta 2007 so jih največ opravila trgovska podjetja (kar 28,8 %), medtem ko sta bančni sektor in sektor finančnih storitev

skupaj opravila za 27,4 % vrednosti vseh transakcij na trgu. Med pomembne ponudnike nepremičnin so v tem obdobju spadali še turistični sektor s hoteli z 10,4 % skupne ponudbe in telekomunikacijska podjetja z 10,3 % vrednosti celotnega trga.

Analiza zajema zgolj transakcije na lastniških trgih, ne pa tudi transakcij na dolžniških trgih. Če bi se upoštevale tudi te, bi bila ocenjena vrednost trga prodaj in povratnega najema še bistveno večja.

3.2 Dolžniški trgi kapitala

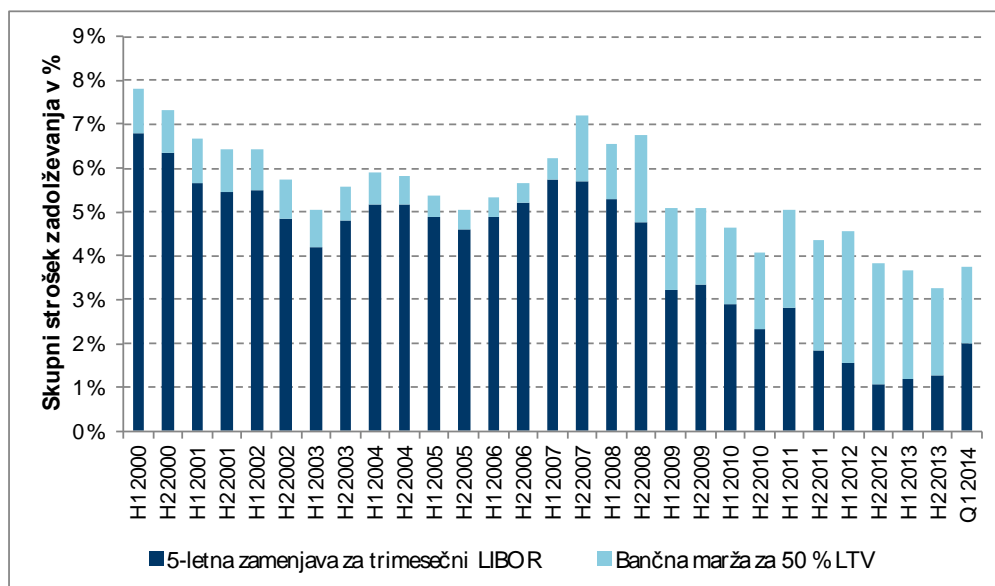
Za časa krize so del praznine, ki so jo na trgih financiranja investicij v poslovne nepremičnine ustvarile banke, zapolnili dolžniški skladi, zavarovalnice in investicijske banke.

Glede na raziskavo, European Real Estate Lending Review, ki jo vsako leto opravlja nepremičninsko svetovalno podjetje Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd (2013), so se razmere na dolžniških trgih v Evropi v letu 2013 izboljšale glede na razmere v zadnjih nekaj letih. Zaupanje v trg poslovnih nepremičnin se počasi vrača in na trgu se pojavljajo posojilodajalci, ki poleg nadrejenih tranš posojil posojajo tudi podrejene tranše posojil. V nekaterih državah so posojilodajalci tudi že pripravljeni financirati gradnjo novih nepremičnin. Na splošno se pojavlja veliko več posojilodajalcev, ki aktivno iščejo možnosti financiranja nepremičninskih investicij.

Glavni trgi ostajajo Velika Britanija, Francija in Nemčija. Kljub temu se na radarju posojilodajalcev zopet pojavljajo države, ki so bile zaradi tveganja v zadnjih letih dane na stranski tir. To so Španija, Portugalska in Italija. Za leto 2014 Cushman & Wakefield napoveduje razpršitev portfelja posojil med za posojilodajalce z osrednjimi in neosrednjimi trgi.

Zaradi povratka zaupanja to tudi pomeni, da so ponudniki dolžniškega kapitala pričeli z nižanjem bančnih marž, dvigovanjem meje posojanja glede na vrednost nepremičnin (angl. *loan to value* ali *LTV*) in s ponujanjem podrejenih tranš dolga.

Slika 4: Neto stroški zadolževanja za investitorje v nepremičnine na trgu hipotekarnih posojil v Veliki Britaniji med drugo polovico leta 2000 in prvo polovico leta 2014



Vir: Bloomberg Finance L.P., *The Bloomberg Professional*, 2014; Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd., 2013.

3.2.1 Trg sekuritizacije hipotekarnih posojil v poslovne nepremičnine

Kot alternativa hipotekarnim posojilom je možno investicijo tipa prodaja in povratni najem izpeljati tudi prek sekuritizacije hipotekarnih posojil v poslovne nepremičnine. Glavna prednost te oblike financiranja je, da so ročnosti vrednostnih papirjev CMBS v primerjavi z ostalimi oblikami dolžniškega kapitala zelo dolge in temu primerno so hipotekarna posojila daljša, kar za podjetje zmanjšuje ali odpravlja tveganje refinanciranja ob izteku posojila.

Glede na poročilo European Real Estate Lending Review podjetja Cushman & Wakefield o aktivnosti na dolžniških trgih iz prvega kvartala 2014 je v obdobju krize prišlo do popolnega zastoja pri sekuritizaciji hipotekarnih posojil v poslovne nepremičnine Evropi. V letih 2008–2012 tako rekoč ni bilo nobene resne aktivnosti. Leta 2013 je bilo izdanih za 8,6 milijarde EUR novih vrednostnih papirjev CMBS, kar je še vedno daleč od rekordnega leta 2006, ko je bilo v Evropi izdanih za 59 milijard EUR hipotekarnih obveznic. V glavnem je šlo v zadnjih letih bolj za refinanciranje že obstoječih vrednostnih papirjev CMBS, katerih trend glede na poročilo naj bi se nadaljeval tudi v letu 2014.

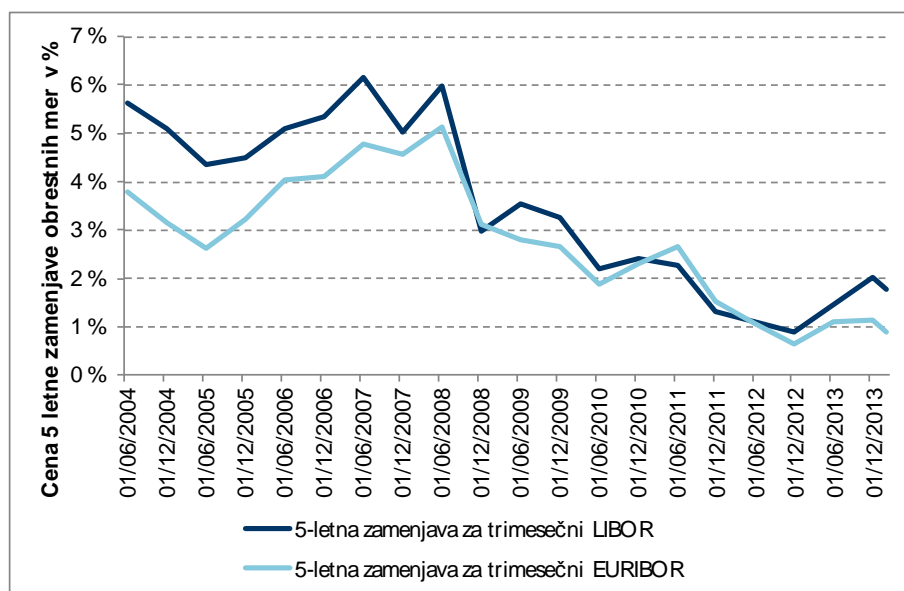
3.2.2 Razmere na medbančnih trgih

Z vidika investitorja je poleg dogajanja na dolžniških trgih kapitala za doseganje zahtevane donosnosti pomembno dogajanje tudi na kratkoročnih finančnih trgih. V glavnem gre pri financiranju investicij v poslovne nepremičnine za posojila z variabilno obrestno mero. Na

ta način posojilodajalci strošek izposojanja denarja prenesejo na posojilojemalca. Britanske banke pri tem uporabljajo LIBOR (London interbank offered rate), medtem ko evropske banke pri tem uporabljajo EURIBOR (Euro interbank offered rate). Ker se najemnine največkrat plačujejo kvartalno vnaprej, se tako posojila odplačujejo kvartalno za nazaj. Temu primerno se v posojilnih pogodbah največkrat uporabljata trimesečni LIBOR ali trimesečni EURIBOR.

Investitor se lahko proti gibanju temeljne obrestne mere zavaruje z nakupom izvedenega finančnega instrumenta zamenjave obrestnih mer (angl. *interest rate swap*), ki ima po navadi ročnost, ki ustreza posojilu, lahko pa je tudi daljši ali krajši. Pogostokrat je sklenitev pogodbe o zamenjavi med podjetjem in finančno institucijo pogoj banke pri dajanju hipotekarnega posojila.

Slika 5: Zgodovinska cena 5-letne zamenjave za trimesečni EURIBOR in LIBOR za polletna obdobja med junijem 2004 in februarjem 2014



Vir: Bloomberg Finance L.P., *The Bloomberg Professional*, 2014.

Kapitalski trgi po vsem svetu niso enako dobro razviti, zato so določeni načini monetizacije, kot je recimo sekuritizacija, podjetju na voljo samo v regijah z zelo razvitim trgom dolžniškega kapitala.

4 UPORABA NEPREMIČNIN PRI FINANCIRANJU

Pri uporabi nepremičnine kot viru financiranja podjetja gre v glavnem za proces monetizacije (angl. *monetisation*), ki je v leksikonu Financial Timesa (Financial Times

Lexicon, b.l.) opisan kot proces pretvorbe sredstva v denar ali kakšno drugo plačilno sredstvo (angl. *legal tender*).

Preden začnem govoriti o različnih motivih podjetij za uporabo nepremičnin pri financiranju, se moram vprašati za podjetje ključno vprašanje: »Ali je za podjetje bolje, da je lastnik nepremičnine ali da je najemnik?« Bryan (2003) omenja raziskavo ki so jo v devedesetih letih prejšnjega stoletja skupno opravili na poslovnih šolah Wharton in Haas, in omenja da preveliko lastništvo nepremičnin statistično niža dolgoročno lastniško vrednost podjetja. Tabela spodaj prikazuje kakšno odločitev naj bi podjetja sprejela, če bi se pri odločitvi o lastništvu ali najemu osredotočala zgolj na finančni vidik.

Tabela 5: Vpliv stroškov kapitala in pričakovane vrednosti nepremičnine na strategijo financiranja podjetja

	Nizka pričakovana ostala vrednost nepremičnine	Visoka pričakovana ostala vrednost nepremičnine
Visoki kapitalni stroški / potreba po denarju	Najem	Lastništvo, če gre za nepremičnino osrednjega pomena
Nizki kapitalni stroški / potreba po denarju	Najem, če je mogoče	Najem, če gre za nepremičnino neosrednjega pomena, sicer lastništvo

Vir: B. A. Bryan, The state of sale-leasebacks: What corporations can and should expect today, 2003, str. 20.

Kljub navedbam v zgornji tabeli je za odgovora na glavno vprašanje potrebna podrobnejša primerjava vplivov različnih načinov uporabe nepremičnine v financiranju na glavne poslovne cilje podjetja, ti poleg finančnih vključujejo tudi strateške cilje.

Poslovne cilje podjetja je mogoče razdeliti na več načinov. Možno jih je recimo razdeliti glede na kratkoročne in dolgoročne cilje ali pa na finančne in nefinančne cilje. Thompson in Strickland (1999) cilje podjetja delita na strateške in finančne. Finančni cilji v glavnem težijo k maksimizaciji in stabilnosti lastniškega kapitala preko zadostnega donosa na vloženi kapital, stabilnosti denarnega toka, kreditni sposobnosti podjetja, zavzetosti za povečanje zaslužkov in podobno. Strateški cilji, ki so bolj kvalitativne narave, pa so lahko na primer povečanje tržnega deleža, stroškovna učinkovitost, razvoj konkurenčnih prednosti, položaj podjetja glede na konkurenco, ugled in podobno. Za podjetje je pomembno, da ima postavljene tako finančne kot strateške cilje.

Poleg glavnih poslovnih ciljev ima podjetje zastavljene tudi specifične cilje, povezane z uporabo poslovnih nepremičnin. V spodnji tabeli je prikaz enega izmed rezultatov raziskave, ki jo je pri 636 podjetjih v Veliki Britaniji leta 2012 opravilo nepremičninsko svetovalno podjetje JLL in prikazuje seznam najpogostejših zahtev (ciljev), ki jih imajo uprave do funkcije upravljanja poslovnih nepremičnin v podjetju.

Tabela 6: Primerjava s stani podjetij največkrat omenjenih taktičnih in strateških zahtev pri uporabi poslovnih nepremičnin v podjetju

Taktične zahteve	Strateške zahteve
nižanje direktnih stroškov nepremičnin	rast produktivnosti portfelja nepremičnin
izboljšanje izkoristka nepremičnin	preobrazba kvalitete delovnega mesta
nižanje operativnih stroškov nepremičnin	prezentacija nepremičninskih scenarijev in rešitev za podjetje
izpodbijanje prepričanj podjetja o domnevnih potrebah po nepremičninah	večja fleksibilnost nepremičninskega portfelja
omejevanje izpostavljenosti podjetja bodočim stroškom nepremičnin	omogočanje daljinskega ali mobilnega poslovanja
ugotavljanje prave velikosti in dodatnih možnosti portfelja nepremičnin z zbiranjem podatkov	uresničevanje trajnostnega načrta
zmanjševanje portfelja nepremičnin	usklajevanje nepremičninskih ciljev s poslovnimi cilji in z ostalimi funkcijami v podjetju
analiziranje primerjav lastništva z najemom nepremičnin	priprava podlage za rast na določenih trgih
	pritegovanje in ohranitev talentov

Vir: D. Sharp, Risks ahead: the transformation of the corporate real estate function, 2013, str. 233.

Barkham in Park (2011) sta raziskovala pomembnost strateških dejavnikov pri odločitvi podjetij med lastništvom ali najemom poslovnih nepremičnin v Veliki Britaniji. Ugotovila sta, da mora podjetje za pravilno odločitev poleg finančnih dejavnikov upoštevati tudi strategijo podjetja, značilnosti lokacije in ekonomiko nepremičnine. Medtem ko so dejavniki podjetja pomembni pri sami odločitvi, so nepremičninski dejavniki, kot na primer lokacija, lokalni nepremičninski trg, bližina do strank, bližina do usposobljene delovne sile in velikost nepremičnine, veliko bolj pomemben faktor pri samem odločanju.

Pri monetizaciji torej gre za izpolnjevanje tako finančnih kot strateških ciljev, povezanih z nepremičnino, ki pa morajo biti skladni s poslovnimi cilji podjetja.

4.1 Motivi za financiranje podjetja z uporabo nepremičnin

Kot glavne motive podjetij za monetizacijo nepremičnin Tipping in Bullard (2007, str. 212) navajata:

- finančne motive;
- računovodske motive;
- davčne motive;

- specializacijo;
- fleksibilnost.

Finančni motivi so najbolj pogosti. Nepremičnina kot lastnina za podjetje pogosto predstavlja velik del kapitalskih rezerv. S procesom monetizacije pride do sprostitve teh rezerv, ki jih podjetje lahko nameni za doseganje katerega koli od zastavljenih finančnih ciljev. Primeri teh so: reinvestiranje kapitala v glavno dejavnost podjetja, kapitalsko prestrukturiranje ali izplačilo presežka lastnikom kapitala.

Najpogostejši finančni motiv za monetizacijo je reinvestiranje kapitala v glavno dejavnost podjetja. Pri tem gre za primerjavo stroškov najema nepremičnine s stopnjo donosa na vloženi kapital (angl. *return on capital employed*, v nadaljevanju ROCE), ki ga podjetje s poslovanjem ustvarja. V primeru, da so stopnje donosa na vloženi kapital višje od stopnje stroškov najema, se podjetju monetizacija nepremičnine s tega finančnega vidika izplača.

Pri kapitalskem prestrukturiranju gre za odkup lastniških deležev ali za prestrukturiranje dolgov ali pa za kombinacijo obeh. Največkrat gre za prestrukturiranje dolga, ki je lahko prisilno ali prostovoljno. Pri prisilnem prestrukturiranju podjetje nima druge izbire, kot da obstoječi dolg, ki je v glavnem cenejši, s procesom monetizacije zamenja z dražjim novim zadolževanjem. Glavni namen prisilnega prestrukturiranja dolga je razpršitev dolžniških virov.

Izplačilo presežka lastnikom kapitala ni najbolj učinkovita poraba sredstev in se pri monetizaciji kot motiv pojavlja v navezi z združitvami in prevzemi (angl. *Mergers and Acquisitions*, v nadaljevanju M & A). V tem primeru prevzemnik v kratkem času po prevzemu nepremičnine v obliki prodaje in povratnega najema proda naprej tretjim pravnim osebam in na ta način poplača del dolgov, ki jih je uporabil kot vzvod pri prevzemanju podjetja.

Računovodski motiv je prav tako zelo pogost motiv za monetizacijo. Pri tem podjetje izkorišča mednarodni računovodski standard poročanja MRS 17 – najemi, ki omogoča, da se ob pravilni sestavi transakcije najemna pogodba za nepremičnino obravnava kot poslovni najem in da podjetje vrednost najema knjiži zunajbilančno. Zaradi napovedanih sprememb pri standardu MRS 17 računovodski motiv izgublja na pomembnosti, vendar je zaenkrat še vedno zelo pogost motiv za monetizacijo nepremičnin.

Davčni motivi v Evropi nikoli niso bili glavni motiv za monetizacijo. V primeru, da gre za poslovni najem, je celoten strošek najemnine davčni ščit za davek na dobiček iz poslovanja. V primeru, da se najem nepremičnine obravnava kot finančni najem, so kot davčni ščit na voljo samo letna odplačila obresti, medtem ko poplačila glavnice povsod niso na voljo kot davčni ščit.

Vsa podjetja morajo pri prodaji nepremičnine upoštevati tudi morebitni davek na kapitalski dobiček, prodaje in povratni najemi pa pri tem niso izjema. S prenosom nepremičnine na projektno podjetje in ob prodaji lastniških deležev je mogoče davek na kapitalski dobiček za določen ali nedoločen čas prestaviti v prihodnost. V primeru, da so kupci delnic projektne podjetja investitorji, ki so izvzeti iz obveznosti plačevanja davka na kapitalski dobiček (pokojninski skladi, dobrodelne ustanove (angl. *charities*) ali fundacije (angl. *endowment funds*)), ta nima vpliva na končno ceno nepremičnine.

Motiv specializiranosti je bolj povezan s strateškimi usmeritvami podjetja. Podjetje, katerega glavna dejavnost ni upravljanje nepremičnine, v glavnem nima na voljo sredstev (denar, čas, znanja) za učinkovito upravljanje z njo. Za takšno podjetje je velikokrat bolje, da upravljanje prepusti lastnikom specialistom, samo pa nepremičnino vzame v najem. S specializacijo je možno doseči tudi nižje stroške financiranja, specialist pa je lahko hčerinsko podjetje, lahko pa je tudi katera koli druga pravna oseba.

Nepremičnina ima kot glavno lastnost nepremičnost, kar pomeni, da je za lastnika to operativno nefleksibilno sredstvo. Z vidika najema nepremičnina za najemnika postane delno operativno fleksibilna, vsaj na dolgi rok, medtem ko se da kratkoročno in srednjeročno operativno fleksibilnost zagotoviti z uporabo pogodbenih zavez, ki najemniku omogočajo predčasen izstop iz najema. V zameno za operativno fleksibilnost podjetje z vpisom hipoteke nad nepremičnino sprejme finančno nefleksibilnost.

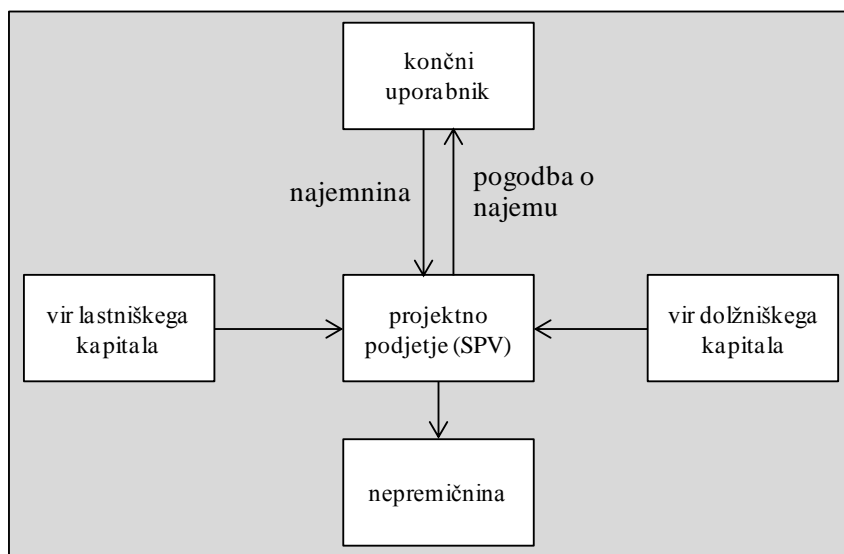
4.2 Značilnosti financiranja podjetja z uporabo nepremičnin

Najboljši način za monetizacijo nepremičnine je ustanovitev nepremičninskega partnerstva (angl. *real estate partnerships*, v nadaljevanju REP), pri katerem ima podjetje možnost odločati o načinih najema prostora in o njihovi stroškovni upravičenosti. V takšni partnerski strukturi (Pottinger & Dixon, 2006, str. 484):

- podjetje nepremičnino proda projektne podjetju (angl. *special purpose vehicle*) v zameno za denar in/ali lastniški delež;
- banka ali kakšen drug ponudnik dolžniškega kapitala projektne podjetju zagotovi dolžniški kapital brez dogovora o vračanju (angl. *non-recourse*);
- nepremičnino projektne podjetje odda nazaj v najem podjetju, ki tako postane najemnik;
- lastniki v projektne podjetju si razdelijo dobiček, ki je razlika med prejeto najemnino in stroški odplačila dolga;
- projektne podjetje storitve upravljanja nepremičnin ponudi najemniku v zameno za finančni paket. Upravljalca nepremičnin je lahko tudi zunanji partner v projektne podjetju v primeru, ko je predvideno, da na dolgi rok takšno partnerstvo prinaša dodano vrednost najemniku in lastnikom projektne podjetja.

Pri prodaji nepremičnine projektному podjetju lahko gre tudi za prenos nepremičnine znotraj podjetja. Z vidika podjetja to predstavlja dodatne stroške strukturiranja, vendar prinaša določene upravljalne, transakcijske, računovodske, davčne in dajatvene ugodnosti. Pred samim prenosom nepremičnine na projektно podjetje je priporočljivo, da se podjetje posvetuje s svojimi davčnimi svetovalci o morebitnih negativnih davčnih učinkih samega prenosa.

Slika 6: Grafični prikaz načrta za nepremičninsko partnerstvo



Vir: Povzeto po Pottinger et. al, *Occupational futures? Divesting real estate and corporate PFI*, 2002, str. 44.

Sklenitev pogodbe o najemu je v obliki, ki najemniku omogoča največjo operativno fleksibilnost glede na želeno količino denarja, ki ga z monetizacijo podjetje želi zbrati. Pri notranjem prenosu, kjer ne gre za dejanske transakcije, prenos nepremičnin in podpis sintetičnih najemnih pogodb podjetju omogoča bolj pregleden in s konkurenco bolj primerljiv način poslovanja.

Preden se posvetim obdelavi posameznih načinov monetizacije nepremičnin, je vredno omeniti še glavne prednosti nepremičninskega partnerstva z vidika najemnika. Te so (Pottinger & Dixon, 2006, str. 490–491):

- fleksibilnost pri določanju dolžine najema in enostavne možnosti odstopa od najema;
- možnost pretvorbe kapitalskih rezerv v dodatna denarna sredstva ali v poplačilo dolgov;
- sigurnost najemnih stroškov in možnost prenosa nepremičninskega tveganja;
- učinkovitost pri upravljanju;
- ekonomija obsega pri koncentraciji kupne moči.

Do katere mere je najemnik sposoben izkoristiti zgoraj navedene prednosti, je odvisno od posameznih značilnosti podjetja in potreb, ki jih določa poslovno okolje, v katerem podjetje deluje. Vse to bo tudi vplivalo na način monetizacije, ki ga bo posamezno podjetje izbralo.

4.3 Načini financiranja podjetja z uporabo nepremičnin

Glavne možnosti, ki jih ima podjetje na voljo pri uporabi nepremičnine kot vir financiranja, so (Tipping & Bullard, 2007, str. 206):

- vključitev nepremičnin v glavno strukturo podjetja (lastništvo);
- ločitev operativne funkcije in nepremičninske funkcije (opco/propco delitev);
- prodaja in povratni najem (angl. sale and leaseback);
- prodaja in povratno upravljanje (angl. sale and manage back);
- outsourcing nepremičnin.

V naslednjih odstavkih podrobno predstavim prednosti in slabosti možnosti, ki jih ima podjetje na voljo, vključno z variacijami na temo prodaje in povratnega najema, ki so se kot oblike monetizacije in nepremičninskih partnerstev v zadnjem času najbolj uveljavile.

4.3.1 Lastništvo (status quo)

Podjetje kot lastnik nepremičnine le-to uporablja in jo v svoji bilanci pripoznava kot dolgoročno opredmeteno sredstvo. Podjetje uživa popoln operativni in finančni nadzor nad nepremičnino in z izjemo začetnega stroška v izkazih največkrat knjiži samo računovodski strošek amortizacije.

Glavne prednosti lastništva nepremičnine z vidika podjetja so:

- popoln operativni in finančni nadzor nad sredstvom;
- popolna fleksibilnost pri razpolaganju s sredstvom;
- ni denarnega izdatka najemnine;
- ker ne pride do prodaje, tudi ni potencialnih negativnih davčnih posledic;
- niti bilančni niti zunajbilančni dolg podjetja se ne spreminjata.

Glavne slabosti lastništva nepremičnine z vidika podjetja so:

- ni sprostitev kapitalskih rezerv;
- s tem tudi kapital, vložen v nepremičnino, ni najbolj racionalno uporabljen;
- ne pride do sprostitve morebitnega dodatnega dobička;
- lastnik je še naprej izpostavljen tržnemu tveganju nepremičnine, kljub temu pa se pri uporabi nabavne metode vrednotenja to tveganje na bilanci podjetja ne odraža.

Kljub temu da pri lastništvu ne gre za aktivno ustvarjanje vrednosti pri nepremičnini, je ta oblika uporabe sredstva najbolj pogost način med podjetji.

4.3.2 Delitev opco/propco

Pri delitvi opco/propco gre za prenos nepremičnine iz podjetja na projektno podjetje (»propco«). Propco nato s podjetjem (»opco«) sklene sintetično pogodbo o najemu nepremičnine in z njo pri bankah pridobi hipotekarni kredit.

Glavne prednosti delitve opco/propco z vidika podjetja so:

- ne pride do prenosa lastništva;
- podjetje obdrži operativni nadzor in fleksibilnost nad nepremičnino;
- pride do delne sprostitev kapitala, vloženega v nepremičnino v višini hipotekarnega kredita;
- hipotekarni krediti so za podjetje lahko cenejši in imajo tudi daljšo ročnost od navadnih bančnih kreditov.

Glavne slabosti delitve opco/propco z vidika podjetja so:

- podjetje ne realizira celotnih kapitalskih rezerv v nepremičnini. Višina hipotekarnega kredita glede na vrednost nepremičnine je nižja od 100 % in se največkrat giblje okrog 60 %;
- ustvari se denarni strošek odplačevanja dolga;
- najemnik izgubi del finančnega nadzora in fleksibilnosti nad nepremičnino;
- če ne gre za zamenjavo že obstoječega dolga, se bilančni dolg podjetja ob konsolidaciji bilanc za podjetje poveča;
- izpostavljenost tveganju tržnega gibanja cen nepremičnine ostane, vendar je le-ta omejena do višine lastniškega kapitala, vloženega v projektno podjetje.

Delitev opco/propco v primerjavi z ostalimi možnostmi financiranja ni najbolj učinkovita možnost. V primeru, da je glavni cilj podjetja sprostitev kapitala, je uporaba različic prodaje in povratnega najema precej bolj učinkovit način za doseganje cilja.

Eden izmed glavnih razlogov za uporabo delitve opco/propco tiči v tem, da delitev podjetju omogoča, da nepremičnino monetizira, brez da bi jo pri tem prodalo (van Bussel & Khan, 2012). Velikokrat tudi ostali načini za lastnike v praksi niso na voljo, v glavnem zaradi slabše razvitih kapitalskih trgov v njihovem okolju.

4.3.3 Finančni najem

Finančni najem je zelo podobna oblika financiranja kot delitev opco/propco. Bistveni razliki sta, da kot glavni ponudnik dolžniškega kapitala namesto bank nastopajo anuitetni skladi (angl. *annuity funds*) in leasing banke ter da gre pri finančnem najemu za monetizacijo 100-odstotnega deleža vrednosti nepremičnine.

Pri tej obliki financiranja se struktura ponudbe na evropski celini precej razlikuje od strukture ponudbe v Veliki Britaniji. Finančni najem je izraz, ki se v glavnem uporablja na celini in pri čemer so glavni ponudniki kapitala leasing banke, medtem ko v Veliki Britaniji na strani ponudbe v glavnem nastopajo anuitetni skladi, ki upravljajo denar življenjskih zavarovalnic ali pokojninskih skladov ter imajo drugačen mandat od bank. Razlike se v glavnem odražajo v zahtevah anuitetnih skladov po letnem usklajevanju najemnin pri zahtevanem daljšem trajanju najema, ki ustreza ročnosti obveznosti investitorjev v anuitetni sklad. Finančni najem nepremičnin v Veliki Britaniji se v angleščini imenuje *rental strips* (op. p.: trakovi najemnine). Spodaj navedene prednosti in slabosti so predstavljene z vidika trga finančnega najema, kot obstaja v Veliki Britaniji.

Glavne prednosti finančnega najema z vidika podjetja so:

- dolgoročna oblika financiranja podjetja;
- v primeru, da gre za podjetje z visoko bonitetno oceno, je ta oblika monetizacije lahko najcenejša možna oblika financiranja z nepremičnino med vsemi možnostmi;
- pride do sprostitve celotnih kapitalskih rezerv; podjetje realizira svoj celotni kapitalski potencial (kreditna ocena in vrednost nepremičnine);
- najemnik obdrži večji del poslovnega nadzora in fleksibilnosti nad nepremičnino;
- tveganje gibanja tržnih cen nepremičnin se lahko prenese na novega lastnika;
- ni tveganja refinanciranja ob izteku leasing pogodbe.

Glavne slabosti finančnega najema z vidika podjetja so:

- bilančno zadolževanje podjetja;
- končna dejanska najemnina ni nujno enaka tržni najemnini nepremičnine in je pogosto višja;
- finančno restriktivna najemna pogodba;
- letno usklajevanje najemnin skozi indeksacijo ali skozi fiksne dvige najemnin;
- dolge zahtevane dolžine najema; pogodbe, dolge 30, 40 ali celo 50 let, so standard;
- za to obliko financiranja je priporočljivo da ima podjetje dobro bonitetno oceno.

Najemna pogodba je z vidika najemnika zelo restriktivne narave. Najemnik je dolžan poravnati vse stroške iz naslova lastništva in upravljanja nepremičnine.

4.3.4 Prodaja in povratni najem

Pri prodaji in povratnem najemu ima podjetje dve možnosti: prodati nepremičnino kot sredstvo ali prodati lastniški delež v projektnem podjetju, na katerega je pred prodajo in povratnim najemom podjetje preneslo nepremičnino. V glavnem gre pri tej obliki monetizacije za odprodajo celotne vrednosti nepremičnine.

Glavne prednosti prodaje in povratnega najema z vidika podjetja so:

- sprostitev celotnih kapitalskih rezerv, ujetih v nepremičnini (100 % tržne vrednosti);
- podjetje prek pogodbenih zavez obdrži velik del operativnega nadzora in fleksibilnosti;
- investicijska vrednost nepremičnine je praviloma višja od računovodske vrednosti, zato pride v tem primeru tudi do realizacije dobička ob prodaji;
- ni več izpostavljenosti podjetja tržnim gibanjem cen nepremičnin;
- zunajbilančni način financiranja podjetja.

Glavne slabosti prodaje in povratnega najema z vidika podjetja so:

- velik del finančnega nadzora in fleksibilnosti nad nepremičnino se prenese iz podjetja na investitorja;
- za podjetje nastane strošek najemnine;
- velika možnost, da pride za podjetje do kristalizacije davka na dobiček ob prodaji nepremičnine;
- v primeru prodaje večjega portfelja nepremičnin istemu investitorju je lahko problem tudi koncentracija pogajalske moči na strani investitorja.

Eden glavnih pogojev podjetja pri odločitvi za monetizacijo nepremičnine s prodajo in povratnim najemom je ta, da se najem obravnava kot poslovni najem, kar za podjetje pomeni zunajbilančni način kreditiranja. To podjetje doseže s podpisom najemne pogodbe, ki ustreza zahtevam MRS 17 – najemi za poslovne najeme.

4.3.5 Prodaja in povratni najem v skupnem partnerstvu

Pri prodaji in povratnem najemu v skupnem partnerstvu gre za način monetizacije, ki je hibrid med načinom prodaje in povratnim najemom ter načinom monetizacije opco/propco. Glavna značilnost te oblike je, da projektno podjetje pred prodajo lastniškega deleža v projektnem podjetju pridobi dolžniška sredstva. Projektno podjetje nato proda kateri koli delež ostalega lastništva investitorjem, vendar gre v največ primerih za odprodajo lastniških deležev med 50 in 80 %.

Glavne prednosti in slabosti prodaje in povratnega najema v skupnem partnerstvu z vidika podjetja so v glavnem iste kot prednosti in slabosti pri prodaji in povratnem najemu. Podjetje si z vstopom v partnerstvo zagotovi večji operativni nadzor in fleksibilnost nad nepremičnino, ki ju dobi v zameno za prodajo deleža vrednosti nepremičnine, ki je manjši od njene celotne tržne vrednosti. Prav tako je pri tej obliki želja podjetja, da se najem obravnava kot poslovni najem.

Posebna prednost te oblike monetizacije je v tem, da podjetje pri pridobivanju dolžniških sredstev za projektno podjetje izrabi svojo kreditno moč, kar posledično pozitivno vpliva na končno ceno prodanega lastniškega deleža. Pri tej obliki podjetje največkrat išče finančnega partnerja, medtem ko samo v projektne podjetju prevzame strateško vlogo pri upravljanju nepremičnine.

4.3.6 Sekuritizacija prodaje in povratnega najema

V tem primeru gre za obliko financiranja, kjer se denarni tok od najemnin pogodbeno loči od vrednosti nepremičnine. Projektno podjetje s pomočjo investicijske banke organizira sekuritizacijo hipotekarnih posojil v poslovno nepremičnino, katerih zapadlost sovpada z iztekom najemne pogodbe. Ta tip vrednostnega papirja se poplačuje s prihodki od najemnine, medtem ko se kapitalski del (prihodnja vrednost nepremičnine) kot lastniški delež v projektne podjetju proda investitorju ali skupini investitorjev. Pri investiciji v lastniški delež gre velikokrat za investiranje v vrednostni papir brez tekočih donosov, saj se celoten pozitiven denarni tok od najemnin porabi za stroške upravljanja in odplačevanje CMBS.

Glavne prednosti strukturirane prodaje in povratnega najema z vidika podjetja so:

- podjetje sprostí največji del kapitalskih rezerv, ujetih v nepremičnini. Investicijska vrednost je največkrat višja od tržne vrednosti nepremičnine;
- gre za zelo dolgoročno obliko kreditiranja podjetja;
- možno je doseči, da se najem obravnava kot poslovni najem;
- možnost monetizacije negeneričnih tipov nepremičnin.

Glavne slabosti strukturirane prodaje in povratnega najema z vidika podjetja so:

- skupna vrednost nepremičnin se meri v stotinah milijonov EUR;
- trg za lastniška sredstva brez tekočih donosov je precej omejen;
- stroški strukturiranja transakcije so višji kot pri ostalih oblikah monetizacije;
- finančni nadzor in fleksibilnost sta najnižja od vseh oblik monetizacije;
- v primeru, da gre za izdajo hipotekarnih kreditov, katerih del glavnice se poplača ob dospetju, obstaja tudi tveganje refinanciranja.

Ta opcija monetizacije v glavnem obstaja samo za podjetja z investicijsko bonitetno oceno (Standard & Poor's: BBB + ali Moody's: Baa1). V primeru, da želi doseči višjo bonitetno oceno od ocene dolgoročnega in kratkoročnega dolga, kar je zaradi nižjih stroškov željeno s strani izdajatelja obveznic, mora za to ponuditi dodatne garancije v primeru, da pride do neplačila pogodbenih obveznosti, kot so na primer depoziti, kreditno zavarovanje ali garancije matične družbe (Richard & Pellier, 2003, str. 3). Odreči se mora tudi nekaterim pogodbenim zavezam, ki mu omogočajo operativno fleksibilnost, kot je na primer možnost za prekinitev pogodbe pred iztekom najemne pogodbe. Prav tako so za sekuritizacijo primerni le relativno za nepremičninski trg zelo veliki portfelji nepremičnin.

Posebna značilnost tega načina monetizacije je, da sta vrednost zbranega kapitala in višina najemnine manj odvisna od ponudbe in povpraševanja na nepremičninskem trgu in bolj od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem hipotekarnem trgu. To pomeni, da lahko podjetje z izdajo hipotekarnih obveznic, ki imajo po navadi premijo 75–100 baznih točk nad primerljivimi navadnimi obveznicami, zbere denar ceneje kot pri prodaji in povratnem najemu ter hkrati za nepremičnine, ki so sicer zaradi svoje narave precej nelikvidne (Evans, 2013, str. 221).

V glavnem, ne pa nujno, gre pri sekuritizaciji za nepremičnine, katerih vrednost je višja od 100 milijonov EUR, pogosto pa gre za vsote krepko čez pol milijona ali celo milijarde EUR.

4.3.7 Prodaja in povratno upravljanje

Gre za obliko monetizacije, ki je v bistvu prodaja in povratni najem s to razliko, da gre namesto za podpis najemne pogodbe za podpis pogodbe o upravljanju in kjer je najemnik tako tudi upravitelj. To obliko monetizacije na primer uporabljajo hotelska podjetja in bolnišnice. Pri tej obliki je upravitelj zadolžen za upravljanje nepremičnine in je zato s strani lastnika tudi poplačan.

4.3.8 Outsourcing nepremičnin

Je oblika strateškega nepremičninskega partnerstva, kjer najemnik lastništvo in vlogo upravljanja nepremičnine preda investitorju. V zameno za uporabo nepremičnine in lastnikovih storitev tako najemnika poleg finančnega nadomestila za uporabo prostora vključuje tudi nadomestilo za storitev upravljanja nepremičnine.

Medtem ko podjetje pri ostalih oblikah monetizacije v glavnem išče finančnega partnerja, gre pri outsourcingu nepremičnin za iskanje strateškega partnerja. Glavno vodilo pri uporabi outsourcinga za podjetje je, da strateški partner zanj dosega stroškovno učinkovitost pri upravljanju z nepremičnino. Ključni dejavniki, ki jih najemniki navajajo

za uspešnost pri strateških nepremičninskih partnerstvih, so (Pottinger & Dixon, 2006, str. 487):

- delovanje partnerstva v skladu s cilji najemnika;
- dokaz, da je partnerstvo dobičkonosno za vse vpletene;
- tiho delovanje in brez velikih nestrinjanj ter sklicevanj pogodbenih strank na določbe pri reševanju sporov.

Outsourcing se največkrat uporablja pri prodaji in povratnem najemu za podjetje neključnih tipov nepremičnin, kot so pisarniške stavbe ali klicni centri. Glavni uporabniki outsourcinga so vlade in vladne organizacije. V privatnem sektorju se celotni outsourcing nepremičnin redko uporablja.

4.4 Najemna pogodba

Glavni del financiranja s pomočjo nepremičnin je podpis najemne pogodbe, kjer si najemnik preko pogodbenih zavez zagotovi nemoteno poslovanje v zameno za izpolnjevanje finančnih obveznosti, določenih v pogodbi. Glede na način monetizacije se najemne pogodbe lahko med seboj bistveno razlikujejo. Prav tako se najemne pogodbe med seboj razlikujejo, ker jih določujejo za posamezne države specifični zakoni in ker se tudi tržne prakse v državah med seboj razlikujejo. V prilogi 4 so navedene nekatere tržne prakse v izbranih državah, ki so skladne z zakoni, ki v teh državah opredeljujejo razmerja med najemodajalcem in najemnikom.

Glavne določbe, o katerih se morata najemnik in investitor dogovoriti, so:

- določanje začetne najemnine;
- usklajevanje najemnine;
- dolžina najema;
- operativne določbe v najemni pogodbi.

4.4.1 Določanje začetne najemnine

Pri prodaji in povratnem najemu se najemnina določa glede na povpraševanje in ponudbo po prostoru na nepremičninskem trgu. Skoraj vedno se začetna najemnina določi v višini, ki je enaka tržnim najemninam v času sklenitve najemne pogodbe.

Za razliko od določanja najemnine glede na kvalitete, ki jih ponuja nepremičnina, se finančna najemnina, to je najemnina pri finančnem najemu ali pri sekuritizaciji prodaje in povratnega najema, določa predvsem glede na kreditno sposobnost najemnika in pa glede na dolžino najema, torej je lahko višja ali nižja od tržne najemnine za isto nepremičnino. Test racionalnosti za najemnika je tako primerjava tržne najemnine s finančno najemnino.

Najemnina se vedno plačuje vnaprej, najpogosteje četrletno ali polletno. Mesečno ali letno plačevanje vnaprej sta pri monetizacijah zelo redka načina plačevanja najemnine.

4.4.2 Usklajevanje najemnine

Določi se tudi način usklajevanja najemnine, ki je prav tako odvisen od ponudbe in povpraševanja na trgu nepremičnin ter na kapitalskih trgih. Najemnik ima možnost zbirati med naslednjimi načini usklajevanja najemnin:

- indeksacija v skladu z gibanjem cen;
- fiksno indeksiranje;
- usklajevanje s tržnimi najemninami;
- neusklajevanje najemnine;
- trgovska podjetja imajo na voljo še usklajevanje najemnine z rezultati poslovanja.

Pri indeksaciji najemnin lahko najemnik izbira med različnimi letnimi indeksi gibanja cen, ki jih meri Evropski statistični urad (Eurostat) ali kateri koli nacionalni statistični urad. Dva primera takšnih indeksov sta indeks cen življenjskih potrebščin (angl. *consumer price index* ali *CPI*) in indeks maloprodajnih cen (angl. *retail price index* ali *RPI*).

Skupaj z izbiro indeksa se določi, kako pogosto se bo najemnina indeksirala. Najpogosteje se najemnino indeksira enkrat letno, lahko pa se jo indeksira tudi redkeje, recimo enkrat na vsakih pet let. Pri indeksacijah, ki so redkejše od enega leta, se takrat, ko pride do indeksacije, najemnino največkrat indeksira s kumulativnim indeksom za celotno obdobje od zadnje indeksacije. Najemnik si lahko izbere tudi, da namesto 100-odstotne indeksacije izbere delno, recimo indeksacijo s 75 % letne rasti indeksa cen.

Pri indeksaciji ima najemnik tudi možnost, da le-to omeji in se tako zavaruje za primer, da so letne rasti cen nad, za najemnika, zeleno stabilno stopnjo rasti najemnin. Najemnik se proti višji od zelene rasti cen zavaruje tako, da letno indeksacijo omeji navzgor (angl. *cap*). V zameno za omejeno indeksacijo najemnin navzgor mora najemnik sprejeti omejitev indeksacije najemnin navzdol (angl. *floor*). Pri tem tako nastane indeksacijska ovratnica (angl. *collar*), kjer se najemnina letno indeksira recimo v mejah minimalno 3,50 % in maksimalno 1 % glede na dejansko letno rast cen življenjskih potrebščin. Praviloma velja, da nižja kot je omejitev navzgor, višja je omejitev navzdol in obratno.

Pogodbeno usklajevanje najemnin s tržnimi najemninami v glavnem obstaja samo v Veliki Britaniji in na Irskem in še pri tem gre največkrat za zelo specifično zavezo, kjer se najemnino usklajuje samo navzgor enkrat vsakih pet let (angl. *5 yearly upward only rent review*). Za usklajevanje najemnin se tik pred usklajevanjem najame neodvisnega ocenjevalca najemnin, ki nato v skladu s podatki, ki jih ima na voljo, in skladno z vnaprej

določenimi hipotetičnimi pogoji najema določi tržno najemnino, ki nato postane podlaga za usklajevanje obstoječe najemnine.

Za najemnika obstaja tudi možnost, da se odloči, da se najemnina ne usklajuje za dobo najema. Ta možnost je bolj teoretična in se pri dolgih najemih skoraj nikoli ne uporablja.

Podjetja, katerih glavna dejavnost je trgovina, imajo na voljo še obliko usklajevanja najemnin z rezultati poslovanja. V najemni pogodbi se vnaprej določi, kolikšen del letnega prometa bo najemnik namenil strošku najemnine nepremičnine, ki je pod najemom. V tem primeru gre v glavnem za letna usklajevanja za nazaj, kjer se izračunana variabilna najemnina za obdobje primerja z že plačano najemnino za isto obdobje. V primeru, da je izračunana variabilna najemnina višja od že plačane, najemnik presežek plača kot dodatno najemnino lastniku, sicer pa ostane pri že plačani najemnini, saj dodatna najemnina ne more biti negativna. Pri sekuritizaciji prodaje in povratnega najema ter pri finančnem najemu variabilno usklajevanje najemnine nima pravega pomena.

Medtem ko ima najemnik pri prodaji in povratnem najemu ter prodaji in povratnem najemu v skupnem partnerstvu možnost izbire, kateri tip usklajevanja najemnine bo izbral, se pri sekuritizaciji prodaje in povratnega najema ter finančnem najemu uporablja zgolj letna indeksacija ali fiksno indeksiranje. Ostale oblike usklajevanja najemnin so sicer teoretično možne, vendar imajo zelo negativen vpliv na končno doseženo ceno, zato se jih ne uporablja.

4.4.3 Dolžina najema

Dolžina najema je doba, v kateri je najemnik pripravljen plačevati najemnino v zameno za uporabo nepremičnine. Zahtevana dolžina najema pri monetizaciji je precej subjektiven pojem in odvisen od ocene kreditnega in nepremičninskega tveganja s strani investitorja.

Če obstaja povpraševanje za najem nepremičnine na trgu in je v primeru nezmožnosti plačevanja najemnika lahko najti nadomestnega najemnika, potem so investitorji pripravljeni sprejeti krajše najemne pogodbe. Če gre za nepremičnine, katerih najemni trg je težko določljiv, bodisi geografsko bodisi zaradi specifične narave nepremičnine, investitorji v zameno za dodatno tveganje zahtevajo daljše dobe najema.

Gibanja investicijske vrednosti nepremičnine znotraj sprejemljivih dob najema so zelo majhna in velikokrat dodatno zbran kapital ob prodaji zaradi daljšega najema ne odtehta dodatnih finančnih obveznosti najemnika ob daljšem najemu.

Dolžina najema pri transakcijah na kapitalskih trgih je rezultat matematičnega izračuna. Najemnik vnaprej določi, kolikšen del denarnega toka je pripravljen žrtvovati za plačilo najemnine. Pri tem se s pomočjo računalniškega programa izračuna glede na najemnikovo kreditno sposobnost, kakšne količine denarja si najemnik lahko izposodi pri dobi

odplačevanja recimo 25, 30, 40 ali 50 let. Ko so ponudniki kapitala anuitetni skladi, imajo le-ti spodnje omejitve pri samih dolžinah najema. Na primer: 20 let je minimalna povprečna dolžina najema, pri kateri investicija za anuitetni sklad V Veliki Britaniji, ki ga ima v upravljanju recimo Standard Life, postane zanimiva naložba (Standard Life Investments Ltd, 2014).

Določanje najemnine in dolžina najema gresta v praksi z roko v roki. Medtem ko je določanje najemnine in dolžine najemne pogodbe na nepremičninskem trgu odvisno bolj od kvalitete nepremičnine, je določanje najemnine in dolžine najemne pogodbe na dolžniških trgih odvisno bolj od kreditne sposobnosti najemnika. V obeh primerih gre za kombinacijo kreditnega in nepremičninskega tveganja, ki ustreza določenim investitorjem na kapitalskih trgih.

4.4.4 Operativne določbe v najemni pogodbi

Pravica do podnajema najemniku omogoča, da del nepremičnine, ki jo ima v najemu, odda v najem tretjim osebam in od njih zahteva plačilo podnajemnine. Pogoji, pod katerimi lastniki najemnikom podnajem dovoljujejo, so:

- podnajem ne more trajati dlje kot najem nepremičnine;
- podnajemnina mora biti največ v višini tržne najemnine za primerljivo nepremičnino;
- najemnik še naprej odgovarja za vse pravice in odgovornosti iz najemne pogodbe, tudi za del, ki je v podnajemu.

V praksi lastniki s podeljevanjem te pravice nimajo težav. Kljub temu se velikokrat zavarujejo tako, da dovolijo podnajem zgolj dela nepremičnine, ne pa tudi podnajem celotne nepremičnine.

Pravica do prenosa pogodbenih pravic (angl. *assignment*) najemniku omogoča, da pogodbene pravice in obveznosti prenese na tretjo osebo. Ta pogodbena pravica je pri vseh možnostih za financiranje največkrat najemniku popolnoma onemogočena. Izjemoma se dovoljuje, da najemnik pravice prenese na podjetje v isti verigi, pri čemer mora biti kreditna sposobnost in bonitetna ocena predlaganega najemnika enaka ali boljša od najemnikove (pa še v tem primeru samo z dovoljenjem lastnika).

Pravica do odstopa od pogodbe je možna pri oblikah financiranja na nepremičninskem trgu. Pravico do odstopa se lahko vnaprej dodeli kadar koli v času trajanja pogodbe, vendar je le-ta vedno omejena na specifičen vnaprej določen datum. Če gre za zelo dolge najeme (nad 15 let), potem je možno, da si najemnik zagotovi možnost odstopa že ob koncu petega ali desetega leta najema. Možno je tudi, da se v zameno za to pravico najemnik in lastnik dogovorita o višini nadomestila v primeru, da najemnik pravico dejansko izkoristi. Višina nadomestila je odvisna od razmer na nepremičninskem trgu in se primerja razumnemu času

in stroškom, ki bi jih lastnik imel ob ponovni oddaji nepremičnine v najem. Obratno se pravica do odstopa od pogodbe lastniku v glavnem ne podeljuje, ker se s tem ogroža operativni nadzor najemnika nad nepremičnino.

Pri oblikah financiranja na dolžniških trgih kapitala je pravica do prekinitve pogodbe bolj redka.

Možnost podaljšanja pogodbe je pravica, kjer si najemnik zagotovi možnost najema po izteku najemne pogodbe. Je možnost, ki ji lastniki ne oporekajo, je pa iz vidika najemnika zelo pomembna, saj si le-ti želijo obdržati nadzor nad nepremičnino tudi po izteku pogodbe. Po navadi si najemnik zagotovi možnost podaljšanja pogodbe za nadaljnjih 5, 10, 15 ali celo 20 let. Podobno kot pri možnosti predčasne prekinitve, je tudi v tem primeru pravica v glavnem enostranska in na voljo najemniku.

Pravico podaljšanja pogodbe se teoretično lahko nadomesti z možnostjo odkupa nepremičnine ob izteku pogodbe. Pravica do odkupa ima velikokrat negativne posledice na vrednost nepremičnine v primeru, da lastnik pred iztekom pogodbe želi nepremičnino prodati naprej. V praksi se ta pravica uporablja pogosteje pri finančnem najemu kot pri poslovnem.

Zamenjava nepremičnine v najemu je pravica najemnika, da obstoječo nepremičnino zamenja z novo nepremičnino pod istimi najemnimi pogoji. Ta pravica najemnika je zelo pogosta pri prodaji portfeljev, vendar je hkrati s pogodbenimi določbami zelo omejena. Pogosti pogoji za menjavo so:

- nova nepremičnina mora biti neobremenjena (angl. free and marketable title);
- nova nepremičnina mora imeti vso potrebno tehnično dokumentacijo;
- nova nepremičnina mora imeti enako ali višjo tržno vrednost najemnin pod istimi najemnimi pogoji kot nepremičnina, ki je predlagana za zamenjavo;
- nova nepremičnina mora imeti enako ali višjo tržno vrednost kot nepremičnina, ki je predlagana za zamenjavo;
- nova nepremičnina mora imeti lokacijo, ki je geografsko primerljiva lokaciji nepremičnine, ki je predlagana za zamenjavo;
- tip nove nepremičnine mora biti enak kot tip nepremičnine, ki je predlagan za zamenjavo;
- velikost nove nepremičnine mora biti podobna velikosti nepremičnine, ki je predlagana za zamenjavo.

Z menjavo nepremičnine so povezani tudi stroški menjave, zato se kot pogodbene obveze pri menjavi pojavijo zahteve, da je najemnik dolžan poravnati vse investitorjeve stroške, povezane z menjavo, vključno z vsemi sedanji in morebitnimi bodočimi davčnimi obveznostmi.

V glavnem je pravica do zamenjave nepremičnine na voljo najemniku, ko gre za najem portfeljev generičnih tipov nepremičnin, katerih trg obstaja in je razvit, tako da je primerjava najemnin in vrednosti nepremičnin na trgu mogoča v vsakem trenutku. Poleg tega se ta pravica pogostokrat omejuje na določen odstotek celotnega portfelja. Pravica je omejena tudi časovno, saj menjave načeloma niso možne v letih tik pred iztekom pogodbe.

Popravila, vzdrževanje in obnova nepremičnin so obveznosti najemnika. Ker gre pri najemih za različne tipe financiranja in ker gre v glavnem za finančne investitorje in ne upravljavce z nepremičninami, le-ti od najemnika zahtevajo, da najemnik z nepremičnino skrbno upravlja in jo tudi redno vzdržuje. Vsi stroški vzdrževanja in upravljanja so obveznost najemnika. Obstaja klasifikacija najemnin in najemnih pogodb glede na delitev finančnih obveznosti v pogodbi, ki jih je moč najti v slovarju na spletni strani Investopedia, in sicer je sledeča (Investopedia LLC., b.l.):

- bruto najemnina/bruto najemna pogodba (angl. *gross rent/gross lease*) – vsi stroški so obveznost lastnika, najemnikova finančna obveznost je samo najemnina;
- neto najemnina/neto najemna pogodba (angl. *net rent/net lease*) – finančne obveznosti najemnika so poleg najemnine še stroški vzdrževanja, manjših popravil in upravljanje skupnih prostorov brez davkov in stroškov zavarovanja, povezanega z nepremičnino;
- dvojna neto najemnina/dvojna neto najemna pogodba (angl. *double net rent/double net lease*) – finančne obveznosti najemnika so poleg najemnine še stroški vzdrževanja in manjših popravil, upravljanje skupnih prostorov in tudi lastnikovi davki in stroški zavarovanja, povezani z nepremičnino;
- trojna neto najemnina/trojna neto najemna pogodba (angl. *triple net rent/triple net lease*) – vsi stroški, povezani z nepremičnino, so obveznost najemnika. To vključuje tudi stroške obnove same zgradbe in stroške, povezane z morebitnimi naravnimi katastrofami. Ta tip najemne pogodbe se v angleščini imenuje »*hell and high water lease*« ali pa »*full repair and insuring lease*«.

Pogodbena zaveza, kjer je najemnik dolžan nepremičnino, ki jo ima v najemu, vrniti v stanje, kot je bilo ob začetku najema, se v angleščini imenuje »*yield-up clause*«.

Pri **adaptaciji nepremičnine** gre za pogodbeno zavezo, ki najemniku omogoča opravilo večjih sprememb na nepremičnini. Najemniku tako omogoča, da nepremičnino ohranja konkurenčno. Primeri adaptacij so dozidave in širitve nepremičnine, gradnja dodatnih nadstropij, vključno z mednadstropji, nove dodatne zgradbe, kot so na primer bencinske črpalke ali logistični centri in podobno. V glavnem se adaptacije pogodbeno ločijo na velike in manjše. Pri velikih adaptacijah se investitor z najemnikom dogovori, da mu bo le-ta ponudil možnost sodelovanja pri financiranju adaptacije v zameno za dodatni lastniški delež. Pri tem se pogodbeno določi, da, dokler so izpolnjeni vsi tehnični pogoji za adaptacijo, lastnik, razen možnosti sodelovanja pri financiranju, nima pravice, da bi adaptacijo preprečil.

Pogodbeno manjše adaptacije, kjer sploh ni nujno, da so strukturno majhne adaptacije, se smatrajo kot najemnikove investicije v nepremičnino in jih ima najemnik pravico ob koncu pogodbe odstraniti ali v primeru podaljšanega najema neupoštevati pri določanju nove najemnine.

4.5 Vpliv financiranja z uporabo nepremičnin na izkaze poslovanja podjetja

Dve glavni možnosti, ki sta podjetju na voljo, sta lastništvo in najem. V primeru, da se podjetje odloči še naprej vztrajati v lastništvu, potem do sprememb pri poslovnih izkazih podjetja ne pride, medtem ko ima v primeru, da se odloči za monetizacijo, na voljo le-tega obravnavati kot poslovni ali finančni najem. Spremembe v poslovnih izkazih podjetja so tako odvisne od klasifikacije najema.

4.5.1 Mednarodni računovodski standard poročanja 17 – najemi

MRS 17 za podjetja, ki morajo pri poročanju upoštevati mednarodne računovodske standarde poročanja, daje usmeritve in razkritja, ki veljajo pri najemih sredstev, torej tudi za nepremičnine.

Za potrebe MRS 17 se najem nepremičnine lahko obravnava kot poslovni najem ali kot finančni najem. Finančni najem je najem, pri katerem pride do prenosa vseh tveganj in koristi lastništva iz najemodajalca na najemnika, medtem ko prenosa vseh tveganj in koristi lastništva na najemnika pri poslovnem najemu ni.

Ali gre za finančni najem ali poslovni najem, je odvisno od vsebine transakcije in ne od njene oblike. Vsebine najemne pogodbe, ki lahko privedejo do klasifikacije najema kot finančnega najema po Mednarodnih računovodskih standardih (Uredba komisije (ES) št. 1126/2008, v nadaljevanju MRS) so:

- z najemom se prenese lastništvo sredstva na najemnika do konca trajanja najema;
- najemnik ima opcijo kupiti sredstvo po ceni, ki je po pričakovanju dovolj manjša od poštene vrednosti na dan, ko je to opcijo mogoče izrabiti, in je ob sklenitvi najema precej gotovo, da bo najemnik to opcijo 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 najemnin enaka najmanj pošteni vrednosti najetega sredstva;
- najeta sredstva so tako posebne narave, da jih lahko brez večjih sprememb uporablja samo najemnik.

Znaki okoliščin, ki posamič ali skupaj lahko prav tako vodijo do razvrstitve najema kot finančnega najema, so (MRS, 2008):

- 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);
- najemnik lahko podaljša najem v naslednje obdobje za najemnino, ki je bistveno manjša od tržne.

Če je to mogoče, se pri ugotavljanju tipa najema zemljišče in zgradba ocenjujeta ločeno. Pri zemljišču se pri tem upošteva, da je ekonomska življenjska doba le-tega neskončna in se tako le-to skoraj vedno obravnava kot poslovni najem. Prav tako se najmanjša vsota najemnin porazdeli med zemljišče in zgradbo v skladu s poštenimi vrednostmi najemniških deležev v zemljišču in zgradbah, ki so predmet najema.

Ločeno vrednotenje zemljišča in zgradb ni potrebno, če se najemnikov delež zemljišča in zgradb v skladu z MRS 40 obravnava kot naložbena nepremičnina in če se pri tem za vrednotenje uporablja model poštene vrednosti. Natančni izračuni v okviru te ocene so potrebni le, če je razvrstitev zemljišča ali zgradb ali obeh negotova (MRS, 2008).

V praksi je pri monetizaciji najemnikova želja pogostokrat ta, da podpis najemne pogodbe in izbira načina monetizacije na koncu privedeta do tega, da se najem za najemnika obravnava kot poslovni najem.

4.5.2 Knjiženje pri najemniku v primeru poslovnega najema

Pri poslovnem najemu mora najemnik najemnine priznati le-to kot odhodek po enakomerni časovni metodi v celotni dobi najema, razen če kaka druga dosledna podlaga bolj ustreza časovni razporeditvi uporabnikovih koristi (MRS, 2008). V primeru, da je ob sklenitvi najemne pogodbe ali ob podaljšanju le-te najemnik prejemnik finančnih spodbud s strani najemodajalca, se le-te prav tako enakomerno porazdelijo skozi celotno dobo najema.

Pri poslovnem najemu se morebitna presežek ali izguba ob prodaji in povratnem najemu ugotavljata v primerjavi s pošteno vrednostjo najema. V primeru, da je vrednost transakcije približno enaka pošteni vrednosti najema, se dobiček ali izguba v celoti upoštevata takoj na začetku najema. V primeru, da je vrednost transakcije pod pošteno vrednostjo najema, se dobiček ali izguba v celoti upoštevata že na začetku. Izjemoma se izguba lahko odloži in amortizira skozi celotno dobo najema v primeru, da je najemnina nižja od tržne najemnine. V primeru, da je vrednost transakcije nad pošteno vrednostjo najema, se dobiček nad pošteno vrednostjo odloži in amortizira skozi celotno dobo najema. V primeru, da je

poštena vrednost najema pod knjigovodsko vrednostjo predmeta najema, najemnik izgubo iz tega naslova poknjiži v celoti ob začetku najema.

V svojih izkazih mora najemnik pri poslovnih najemih razkriti (MRS, 2008):

- najmanjšo vsoto najemnin pri nepreklicnih poslovnih najemih za vsako od naslednjih obdobj: v največ letu dni, v več kot letu dni in ne več kot petih letih, v več kot petih letih;
- vse prihodnje najmanjše podnajemnine, za katere se pričakuje, da bodo prejete iz nepreklicnih podnajemov na dan bilance stanja;
- najemnine in podnajemnine, priznane kot odhodki v določenem obdobju z ločenimi zneski najmanjših najemnin, možnih najemnin in podnajemnin;
- splošen opis najemnikovih pomembnih najemnih pogodb.

4.5.3 Knjiženje pri najemniku v primeru finančnega najema

Ob začetku najema mora najemnik v svoji bilanci stanja prikazati sredstva in obveznosti v vrednosti, ki je nižja od poštene vrednosti, ali sedanje vrednosti najmanjših vsot najemnin. Pri izračunavanju sedanje vrednosti najmanjših vsot najemnin se, če je to praktično mogoče, vsote diskontira po obrestni meri, ki je implicitna v vrednosti najema, in sicer po najemnikovi predpostavljeni stopnji zadolževanja (angl. *incremental borrowing rate*).

Najemnik izdatke za najemnino razdeli med stroške za odplačevanje dolga in strošek amortizacije predmeta v najemu. Skupen strošek financiranja se izračuna tako, da se ga enakomerno porazdeli skozi celotno dobo najema.

Amortizacija predmeta v najemu mora biti konsistentna amortizaciji sredstev, ki jih ima najemnik že v lasti. Če ne obstaja velika verjetnost, da bo najemnik na koncu najema pridobil lastništvo nad predmetom najema, se mora predmet najema amortizirati v celoti do krajšega od dobe najema ali življenjske dobe predmeta v najemu.

Pri transakciji tipa prodaja in povratni najem, katere rezultat je presežek glede na računovodsko vrednost, se le-tega ob začetku najema odloži in amortizira skozi celotno dobo najema. Morebitno izgubo glede na računovodsko vrednost nepremičnine najemnik v celoti prepozna ob začetku najema.

V finančnih izkazih mora najemnik pri finančnih najemih razkriti še (MRS, 2008):

- za vsako skupino sredstev čisto knjigovodsko vrednost na dan bilance stanja;
- uskladitev najmanjše vsote prihodnjih najemnin na dan bilance stanja in sedanje vrednosti dolga za najemnine; poleg tega mora podjetje razkriti najmanjšo vsoto prihodnjih najemnin na dan bilance stanja in sedanjo vrednost dolga za najemnine za

vsako od naslednjih obdobji: v največ letu dni, v več kot letu dni in ne več kot petih letih, v več kot petih letih;

- možne najemnine, priznane kot odhodki v obdobju;
- vse prihodnje najmanjše podnajemnine, za katere se pričakuje, da bodo prejete iz nepreklicnih podnajemov na dan bilance stanja;
- splošen opis najemnikovih bistvenih najemnih pogodb.

4.5.4 Izkazi poslovanja podjetja

V prilogi 5 so prikazani vplivi na izkaze uspeha hipotetičnega podjetja za primer lastništva, monetizacije, ki se obravnava kot poslovni najem, in monetizacije, ki se obravnava kot finančni najem. Lastništvo nepremičnine je scenarij *status quo*, glede na katerega se primerjata oba tipa monetizacije.

Kakšen bo končni vpliv monetizacije na izkaze, je poleg izbire načina odvisno tudi od tega, kakšno je začetno stanje podjetja in kako bo nov kapital porabljen. V prilogi 5 so prikazani učinki v primeru, da je na novo pridobljen kapital porabljen za poplačilo kapitala v razmerju: 50 % lastniški kapital in 50 % dolžniški kapital.

Ključne spremembe v začetnih izkazih poslovanja najemnika, ko se monetizacija obravnava kot poslovni najem, so:

- na bilanci stanja se na strani aktive odstrani nepremičnina, medtem ko se na strani pasive zmanjša kapital, ki je poplačan v višini na novo zbranega denarja;
- v izkazu uspeha strošek amortizacije zamenja strošek najemnine. Ta je v glavnem višji, zato negativno vpliva na operativni dobiček (EBIT) podjetja. Odpade tudi strošek odplačevanja finančnih obveznosti za del dolžniškega kapitala, ki ga je z monetizacijo podjetje poplačalo;
- strošek najemnine za podjetje ustvarja davčni ščit, končni davčni stroški so tako za podjetje nižji;
- v letnem poročilu mora podjetje podati dodatna razkritja, povezana s poslovnim najemom;
- v primeru, da podjetje pri monetizaciji ustvari dobiček, lahko le-tega v celoti prizna ob začetku najema.

Rezultat monetizacije, ki se obravnava kot poslovni najem, je za podjetje izboljšanje količnikov poslovanja ROCE in ROE (cena nepremičnine je višja od njene računovodske vrednosti) ter izboljšanje finančnih količnikov ICR in DSCR. Količnik dolžniškega kapitala glede na lastniški kapital (angl. *debt to equity ratio ali D/E*) se za podjetje ne spremeni.

Ključne spremembe v začetnih izkazih poslovanja najemnika, ko se monetizacija obravnava kot finančni najem, so:

- na bilanci stanja na strani aktive nepremičnino zamenja finančno sredstvo, ki ima praviloma višjo vrednost, kot je bila računovodska vrednost nepremičnine;
- na bilanci stanja na strani pasive obstoječi lastniški in dolžniški kapital zamenja nov dolgoročni dolg, katerega vrednost je na začetku enaka velikosti priznanega finančnega sredstva;
- v izkazu uspeha strošek amortizacije in strošek odplačevanja dolžniškega kapitala zamenja nov strošek odplačevanja finančnega najema. Finančni najem tako pozitivno vpliva na operativni dobiček (EBIT);
- strošek odplačevanja obresti finančnega najema za podjetje tudi ustvarja davčni ščit, končni davčni stroški so tako za podjetje lahko nižji;
- v letnem poročilu mora podjetje podati dodatna razkritja, povezana s finančnim najemom;
- v primeru, da podjetje pri monetizaciji ustvari dobiček, le-tega enakomerno porazdeli in prizna skozi dobo najema.

Rezultat monetizacije, ki se obravnava kot finančni najem, je za podjetje izboljšanje količnikov poslovanja ROCE in ROE, vendar za manj kot pri monetizaciji, ki se obravnava kot poslovni najem. Za podjetje se tudi izboljša finančni količnik ICR, medtem ko se poslabša finančni količnik DSCR. Količnik D/E se za najemnika pri finančnem najemu poslabša.

Zgornja analiza stoji na določenih predpostavkah o začetnem stanju podjetja in o porabi novega kapitala za poplačilo obstoječega kapitala. Prav tako zgornja analiza obravnava samo vpliv na začetne izkaze poslovanja podjetja. V primeru, da bi se podjetje odločilo, da, namesto da z dodatnim kapitalom poplača že obstoječ kapital, le-tega reinvestira po stopnji donosa na kapital (ROCE), ki jo že dosega, so podjetju na voljo pozitivni učinki na izkaze poslovanja v nadaljnjih obdobjih.

4.5.5 Predvidene spremembe mednarodnega računovodskega standarda poročanja 17 - najemi

Zaradi velike uporabe najema nepremičnin in zaradi velikokrat neskladnih pravil knjiženja v različnih delih sveta, ki v glavnem vodijo v neprimerljivost finančnih izkazov podjetij, upravni odbor za mednarodne računovodske standarde (UOMRS) v Evropi in upravni odbor za federativne računovodske standarde (UOFRS) v ZDA skupaj že od leta 2006 naprej pripravljata spremembe pravil knjiženja najemov po MRS 17 in po njegovem sorodniku v ZDA, in sicer FRS 13.

Predlagane spremembe MRS 17 so obsežne in kompleksne, med katerimi mnoge ne pomenijo velikih odstopanj od sedanjih metod pri prepoznavanju najemov. Kljub temu je

ena glavnih sprememb, ki jih predvideva novacija MRS 17, prepoznavanje sredstev in obveznosti z vidika najemnika pri poslovnih najemih.

Sprememba standarda predvideva, da naj bi najemnik vse poslovne ali finančne najemne pogodbe, ki so daljše od 12 mesecev, že od datuma začetka uporabe nepremičnine po novem na aktivni strani bilance prepoznaval kot sredstvo (angl. *right to use asset*), ki je enako sedanji vrednosti minimalnih vsot najemnin, medtem ko naj bi na strani pasive priznal obveznost. S prikazovanjem sredstva najemnik v bilanci začne z datumom začetka uporabe sredstva in ne z datumom začetka najemne pogodbe, kot je veljalo do sedaj (Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd., 2013, str. 5).

Prav tako se pri začetnem prepoznavanju sredstva upoštevajo vsa v najemni pogodbi vnaprej opredeljena bodoča usklajevanja najemnin, vključno s pogojnimi, kot je neomejeno indeksiranje najemnin (Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd., 2013, str. 6).

Z datumom uvedbe sprememb MRS 17 naj bi najemniki na svoji bilanci prikazali vse že obstoječe najemne pogodbe in tudi tiste, ki so bile sklenjene v preteklosti (Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd., 2013, str. 5).

Trenutno je projekt sprememb MRS 17 v fazi ugotavljanja vpliva le-teh na finančne izkaze podjetij in njihovo usklajevanje z vsemi vpletenimi deležniki. Gre za zelo zahteven proces, ki za najemnike pomeni velike spremembe in katerega izvedba je bila že večkrat preložena. Nov predviden datum za uvedbo sprememb, ki naj bi veljala retrospektivno, in sicer nazaj do leta 2013, je 2016.

5 EMPIRIČNE RAZISKAVE MONETIZACIJE NEPREMIČNIN

Gre v glavnem za merjenje učinkov monetizacije na abnormalno gibanje cen delnic podjetja okrog datuma objave transakcije prodaje in povratnega najema. V veliki meri so to študije, ki so bile opravljene v ZDA in Evropi v ne tako bližnji preteklosti in ki v glavnem govorijo v prid monetizaciji. Dve modernejši empirični raziskavi so izpeljali Devaney in Lizieri (2004) ter Gronlund, Louko in Vaihekoski (2008). V obeh primerih gre za empirično dokazovanje vplivov objav že zaključenih monetizacij na ceno delnic podjetij.

Devaney in Lizieri (2004) sta z analizo gibanja cen delnic podjetij v času monetizacije portfeljev nepremičnin v izbranih primerih v Veliki Britaniji ugotovila, da je vpliv monetizacij težko določiti zaradi relativno majhne velikosti nepremičninskih portfeljev glede na velikost celotnega podjetja in drugih motečih faktorjev, ki so vplivali na gibanje cen v času same objave monetizacije. Ugotovila sta tudi, da je uspeh monetizacije z vidika lastnikov podjetja odvisen od finančnega stanja podjetja pred monetizacijo in od tega, kako bo dodatno zbran kapital v podjetju porabljen. V primeru, da bo kapital reinvestiran, naj bi

gibanje cen delnic bilo odvisno od zaupanja, ki ga management podjetja uživa pri lastnikih, in od sposobnosti managementa, da bo za lastnike ustvaril zahtevan ROCE, ki je seveda višji od zahtevane donosnosti investorjev na nepremičninskih trgih. O uporabi različnih načinov se nista opredelila.

V prid monetizaciji nepremičnin govori tudi empirična študija, ki so jo leta 2008 opravili Gronlund et al. (2008). Merili so vpliv monetizacije nepremičnin na ceno delnic podjetij v Evropi med leti 1998 in 2004 ter so pri tem analizirali 150 objav monetizacij v 112 podjetjih v javni lasti. Podjetja, ki so sodelovala v raziskavi, so bila iz vse Evrope, vendar jih je okrog 50 % trgovalo na Londonski borzi.

Njihove ugotovitve so podprle prejšnje študije in govorijo v prid monetizaciji nepremičnin. Glavni zaključki analize so (Gronlund et al., 2008, str. 832–841):

- objava monetizacije v povprečju pozitivno vpliva na gibanje delnice podjetja takoj po objavi;
- pozitiven učinek na ceno delnice je najvišji pri največjih transakcijah (vrednost transakcije glede na tržno vrednost podjetja);
- za razliko od dodatnega zadolževanja, ki ima negativen vpliv na vrednost podjetij, ima zadolževanje s pomočjo monetizacije pozitiven vpliv na vrednost podjetij – bolj učinkovita poraba kapitala;
- beta podjetja je pozitivno povezana z abnormnim pozitivnim gibanjem cen delnic pri objavi monetizacije;
- ustvarjanje vrednosti podjetja z monetizacijo je pan-evropski fenomen;
- vpliv monetizacije na vrednost podjetja je časovno odporen;
- pozitiven učinek na vrednost se pojavi pri vseh tipih nepremičnin z izjemo trgovin/bančnih poslovalnic. Najmočnejši je pri monetizaciji proizvodnih nepremičnin.

Kot glavna razloga za pozitiven vpliv monetizacije na vrednost podjetij študija v začetku postavlja hipotezo o bodočih davčnih prihrankih, ki za podjetje nastanejo ob najemu, in pa o sprostitvi skritih kapitalskih rezerv. Empirični dokazi v raziskavi niso konsistentni s hipotezo o bodočih davčnih prihrankih, medtem ko govorijo v prid hipotezi o sprostitvi skritih kapitalskih rezerv.

6 UPORABA MONETIZACIJE NEPREMIČNIN PRI IZBRANIH PODJETJIH

Pred obravnavo uporabe monetizacije v izbranih podjetjih je dobro omeniti, da je rezultate monetizacije izredno težko meriti, kljub dobro zastavljenim ciljem. Kratkoročni učinki monetizacij z vidika podjetja so tesno povezani z glavnimi motivi podjetij, ki so opisani v poglavju Motivi za financiranje podjetja z uporabo nepremičnine. Pri tem velja izpostaviti,

da je finančni motiv, to je sprostitev dodatnih kapitalskih sredstev, glavni, medtem ko so vsi ostali motivi za podjetje bolj omejitve pri doseganju glavnega cilja. Vprašanje za podjetje je, kako lahko pride do najvišje količine denarja pri monetizaciji nepremičnine, ne da bi se pri tem preveč operativno in finančno omejilo ali zaradi transakcije utrpelo negativne posledice na svojih finančnih izkazih (bilančna izguba) in na davčnem računu.

Vse te učinke podjetje preuči, preden se odloči za monetizacijo. Če je rezultat analize izpolnitev zastavljenih ciljev, potem se monetizacija izpelje. Zaradi tega lahko rečemo, da so na kratek rok vse uspešno zaključene monetizacije z vidika podjetja uspešne, kar so podprle tudi prej omenjene empirične raziskave.

Na dolgi rok je uspešnost monetizacije odvisna od uspešnosti podjetja pri poslovanju. V primeru, da podjetje še naprej ostaja konkurenčno in uspešno ter ustvarja vrednost, ki je višja od vrednosti, ki jo od njega zahtevajo lastniki kapitala, lahko rečemo, da je bila monetizacija za podjetje s finančnega vidika uspešna.

6.1 Izbira pravega načina monetizacije

Univerzalnega modela, ki bi ga lahko podjetja izbrala za monetizacijo nepremičnin, ni. Podjetja delujejo v različnih panogah in njihove potrebe se po nepremičninah med seboj bistveno razlikujejo. Medtem ko sta za trgovska podjetja lokacija in fleksibilnost pri upravljanju prvotnega pomena, to za proizvodna podjetja vedno ne velja. Vladne ustanove prav tako razen prostorov ne potrebujejo veliko kontrole nad nepremičnino ali lokacijo, na kateri se le-ta nahaja, zato je za njih bolj primeren outsourcing nepremičnin kot pa prodaja in povratni najem.

Podjetje je podvrženo tudi zunanjim omejitvam in tržnim razmeram, na katere samo nima vpliva. Medtem ko se podjetje na primer v Veliki Britaniji ali Nemčiji lahko poslužuje vseh oblik monetizacije nepremičnin, so podjetju v isti panogi v Srednji in Vzhodni Evropi na voljo zgolj bolj preproste oblike monetizacije, kot je recimo prodaja in povratni najem. Na primer Tesco se v Veliki Britaniji lahko poslužuje sekuritizacije prodaje in povratnega najema, medtem ko se na Madžarskem lahko poslužuje zgolj prodaje in povratnega najema.

Med zunanje omejitve pri monetizaciji za podjetje lahko štejemo tudi regulatorne omejitve. V Franciji na primer pogodbe, daljše od 9 let, lastnikom nepremičnine ne prinašajo dodatnega zavarovanja. Standarden tip dolge najemne pogodbe je 9 let z možnostjo podaljšanja za 2 x 3 leta. Na drugi strani v Veliki Britaniji najemne pogodbe, ki so krajše od 15 let, pri monetizacijah sploh ne pridejo v poštev. Podobno so maksimalne obveznosti najemnika v Nemčiji zakonsko omejene in tako se lahko najemnik zaveže v prihodnosti plačevati maksimalno dvojno neto najemnino. Vse regulatorne omejitve negativno vplivajo na možnosti, ki jih ima podjetje za monetizacijo nepremičnin.

Iz spodnje tabele in odstavkov je razvidno, da se podjetja v Veliki Britaniji ne poslužujejo izključno monetizacije, temveč uporabljajo kombinacijo različnih vrst monetizacij in lastništva v nepremičninah.

Tabela 7: Delež lastništva supermarketov v upravljanju izbranih supermarketov v Veliki Britaniji konec leta 2013 v odstotkih

Morrisons	Sainsbury's	Tesco	Waitrose	ASDA
90	pbl. 65	65–70	60	67

Vir: K. Spybey, The big property checkout, Property Week, 2014.

V prilogi 8 je povzetek načinov monetizacije in prikaz njihovega vpliva na za podjetje ključne dejavnike.

6.2 Tesco

Glede na to, da London uživa status enega najboljših, če ne celo najboljšega finančnega centra na svetu, verjetno ni presenetljivo, da se največ monetizacij nepremičnin v Evropi opravi prav v Veliki Britaniji. Eden glavnih uporabnikov monetizacije je Tesco.

Tesco je glede na tržno kapitalizacijo največje trgovsko podjetje v Veliki Britaniji, ki letno ustvari več kot 64 milijard GBP in je imelo v finančnem letu 2012, ki se za njih konča 23. februarja 2013, 2 milijardi GBP čistega dobička pred davki. Skupina upravlja 6.784 trgovin s skupno površino približno 11,5 milijona kvadratnih metrov, od tega je 3.146 trgovin s skupno površino približno 4,0 milijonov kvadratnih metrov v Veliki Britaniji.

Podjetje nepremičninsko področje v poslovnih izkazih vodi ločeno in ima kot eno izmed glavnih strateških usmeritev ustvarjanje vrednosti v nepremičninah (Tesco Plc., 2013, str. 14).

Tesco je imel ob koncu finančnega leta 2012 za 24,9 milijard GBP nepremičnin, naprav in opreme in še dodatni 2,0 milijardi GBP investicij v nepremičnine. Strošek amortizacije nepremičnin, naprav in opreme je v obdobju znašal 1,3 milijarde GBP.

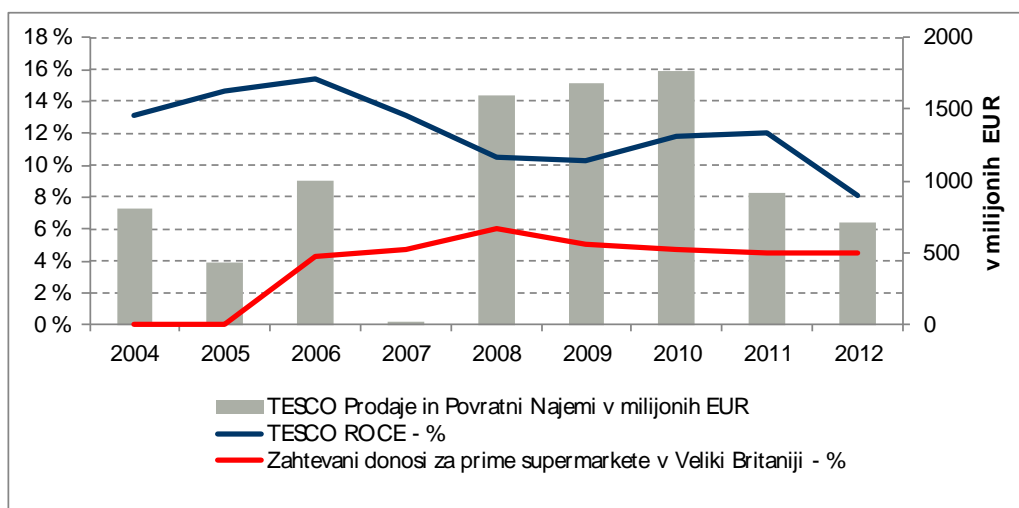
Z naslova finančnih najemov je podjetje zabeležilo 32 milijonov GBP stroškov in ima v prihodnosti še za dodatnih 277 milijonov GBP minimalnih stroškov. Velika večina finančnih najemov je daljših od 5 let. Na drugi stani je imel Tesco v tem obdobju za 1,4 milijarde GBP stroškov iz naslova poslovnih najemov, pri čemer ima v prihodnosti še za 17,7 milijarde GBP minimalnih stroškov iz naslova poslovnih najemov, v glavnem daljših od 5 let.

Prilivi sredstev od odprodaje nepremičnin so v finančnem letu 2012 znašali nekaj manj kot 1,4 milijarde GBP, medtem ko so odlivi v istem obdobju znašali nekaj več kot 2,6 milijarde GBP. Poslovanje z nepremičninami je v istem letu Tesco skupini prispevalo 307 milijonov GBP čistega dobička.

Tesco je podjetje, ki je bilo v zadnjih letih na področju monetizacije nepremičnin med evropskimi podjetji najbolj aktivno. Kjer je to mogoče in kjer obstajajo ekonomski razlogi, Tesco vedno poskuša del lastništva obdržati v svojih rokah, zato gre pri monetizaciji velikokrat za prodajo in povratni najem v skupnem partnerstvu. Primerov nepremičninskih partnerstev s Tescom je veliko. Nekateri so navedeni v prilogi 1. Monetizacijo opravljajo praktično po vsem svetu.

Po podatkih, objavljenih na spletni strani RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014), naj bi Tesco z monetizacijo nepremičnin samo od leta 2009 v 31 transakcijah zbral skoraj 5,8 milijard EUR. V spodnji sliki je prikazana primerjava Tesco donosa na zaposlen kapital (ROCE) s cenami v obliki zahtevanih začetnih donosov supermarketov v Veliki Britaniji med leti 2004–2012, iz katerega je razvidno, da so za podjetje v tem obdobju v Veliki Britaniji obstajali pogoji za uspešno monetizacijo nepremičnin, ki jih je podjetje dodobra izkoristilo.

Slika 7: Tesco prodaje in povratni najemi v EUR v obdobju 2004–2012 glede na ROCE podjetja in glede na zahtevane začetne donose supermarketov v istem obdobju



Vir: Real Capital Analytics Inc., Real Capital Analytics – Trends and Trades. 2014; Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd., European Real Estate Lending Review Q1 2014, 2014; Bloomberg Finance L.P., The Bloomberg Professional, 2014.

6.3 J Sainsbury

Gre za še eno zelo veliko britansko podjetje na področju maloprodaje. Za razliko od Tesca, J Sainsbury posluje izključno v Veliki Britaniji, kjer upravlja 1.106 trgovin, od tega 583 supermarketov in 523 sosedskih prodajaln.

J Sainsbury je imel ob koncu finančnega leta 2012, ki se za njih konča 16. marca 2013, za 9,8 milijard GBP nepremičnin, naprav in opreme. Investicij v nepremičnine posebej v svoji bilanci ne beleži. Kljub temu je imelo pod kategorijo investicije v skupna partnerstva (angl. *investments in joint ventures*), kamor spadajo tudi nepremičninska partnerstva, za 532 GBP milijonov sredstev. Strošek amortizacije nepremičnin, naprav in opreme je znašal nekaj več kot 504 milijonov GBP.

Iz naslova finančnih najemov je podjetje v finančnem letu 2012 zabeležilo 7,0 milijonov GBP stroškov in ima v prihodnosti še za dodatnih 322 milijonov GBP minimalnih stroškov. Velika večina finančnih najemov je daljših od 5 let (povprečna doba najema je 69 let). Na drugi strani je imel J Sainsbury v istem obdobju za 512 milijonov GBP stroškov iz naslova poslovnih najemov in ima v prihodnosti še za 8,6 milijarde GBP minimalnih stroškov iz naslova poslovnih najemov, v glavnem daljših od 5 let.

Podobno kot Tesco J Sainsbury nepremičninske funkcije posebej v poslovnih izkazih ne ločuje od prodaje. Kljub temu gre za dve organizacijsko ločeni funkciji znotraj skupine. Prav tako kot Tesco ima podjetje kot eno izmed glavnih strateških usmeritev v poslovnih izkazih zastavljeno rast prodajne površine in ustvarjanje vrednosti v nepremičninah (J Sainsbury Plc, 2013, str. 4). Svoj portfelj nepremičnin ocenjujejo na vrednost 11,6 milijarde GBP, pri čemer so leta 2012 ustvarili za 66 milijonov GBP dobička od prodaje in povratnih najemov.

Monetizacijo največkrat opravljajo v obliki prodaje in povratnega najema v skupnem partnerstvu ali s pomočjo sekuritizacije. Njihova bolj odmevna nepremičninska partnerstva so:

- 50/50 partnerstvo z British Land (nepremičninsko podjetje, ki kotira na Londonski borzi) – partnerstvo ima v lasti 33 supermarketov v skupni vrednosti 1,2 milijarde GBP;
- 50/50 partnerstvo z Land Securities (nepremičninsko podjetje, ki prav tako kotira na Londonski borzi) – partnerstvo ima v lasti skupno 5 nepremičnin v skupni vrednosti približno 500 milijonov GBP;
- Eddystone & Longstone – primer sekuritizacije s pomočjo investicijske banke Morgan Stanley 127 nepremičnin v skupni vrednosti 2,1 milijarde GBP;

- Highbury & Dragon – primer sekuritizacije s pomočjo investicijske banke Morgan Stanley 26 supermarketov v skupni vrednosti 1,0 milijarde GBP velikosti 200.000 kvadratnih metrov.

Poleg zgoraj omenjenih partnerstev in sekuritizacij se J Sainsbury poslužuje tudi bolj enostavnih načinov monetizacije, kot sta na primer prodaja in povratni najem samostojnih trgovin.

Po podatkih RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014) je J Sainsbury od leta 2009 s pomočjo monetizacije v 6 različnih transakcijah zbral nekaj manj kot 600 milijonov EUR.

6.4 Unilever

Unilever je eno izmed največjih podjetij na svetu za proizvodnjo in vele prodajo potrošnega blaga. Zaposluje več kot 173.000 ljudi v 252 tovarnah po vsem svetu. Njihovi produkti se prodajajo v 190 državah po svetu. Leta 2012 je skupina ustvarila za 51,3 milijarde EUR prihodkov iz poslovanja in je zabeležila 4,9 milijarde EUR čistega dobička.

Unilever je na zadnji dan leta 2012 imel v lasti za več kot 9,5 milijarde EUR nepremičnin, naprav in opreme, pri čemer so zemljišča predstavljala 2,725 milijarde EUR, stavbe in oprema pa 6,725 milijarde EUR. Skupni strošek amortizacije nepremičnin, naprav in opreme je v istem obdobju znašal 1,2 milijarde EUR.

Leta 2012 je Unilever za poslovne namenilo 558 milijonov EUR. Skupina ima v prihodnje še dodatni 2 milijardi EUR minimalnih obveznosti iz naslova poslovnih najemov. Na drugi strani je skupina za finančne najeme leta 2012 namenila nekaj več kot 28 milijonov EUR in ima za 350 milijonov EUR bodočih minimalnih obveznosti iz tega naslova.

Z vidika monetizacije nepremičnin Unilver kljub velikemu številu in vrednosti nepremičnin ne spada med podjetja, ki so se na veliko posluževala monetizacije nepremičnin. Glavni razlog je predvsem ta, da je velika večina nepremičnin v uporabi specifične narave in jih lahko uporablja samo Unilever, ne da bi jih pri tem bistveno spremenil. Cena nepremičnine je v tem primeru težje določljiva. Poleg tega ima Unilever eno najvišjih bonitetnih ocen na svetu (bonitetna ocena dolgoročnega in kratkoročnega dolga skupine je A+/A1) in tako nima problema s pridobivanjem dolgoročnih dolžniških sredstev brez zavarovanj po zelo ugodni ceni. Še en razlog za manjšo uporabo monetizacije je ta, da je nepremičninska funkcija v podjetju drugotnega pomena in iz tega vidika podjetje nepremičnine večkrat obravnava bolj kot stroškovno enoto in ne kot sredstvo. Kljub temu se je podjetje odločilo, da spremeni svojo politiko do upravljanja nepremičnin in prične z monetizacijo portfelja, kjer je to mogoče. Dva takšna primera v zadnjem času sta:

- prodaja in povratni najem njihove 16.500 kvadratnih metrov velike poslovne stavbe v vrednosti pbl. 100 milijonov EUR v razviti evropski državi;
- prodaja in povratni najem dveh modernih logističnih centrov v skupni velikosti 170.000 kvadratnih metrov v vrednosti pbl. 100 milijonov EUR v državi v razvoju v Afriki.

Podjetje nadaljuje s svojim programom odprodaje generičnih nepremičnin. Po podatkih RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014) naj bi Unilever od leta 2004 z monetizacijo nepremičnin zbral več kot 500 milijonov EUR.

6.5 Metro

Podobno kot Tesco je tudi Metro eno največjih trgovskih podjetij na svetu. Posluje v 2.200 trgovinah v 32 državah po vsem svetu in zaposluje več kot 265.000 ljudi. V njihovo skupino spadajo imena znamk, kot so Metro Cash & Carry, Saturn, Media Markt, Real Hipermarketi in Galeria Kaufhof. Leta 2012 je ustvarilo za več kot 66,7 milijard EUR prihodkov in je imelo za 439 milijonov EUR čiste izgube.

Podjetje ima kot eno glavnih podpornih dejavnosti na svoji spletni strani naveden tudi razvoj in upravljanje nepremičnin, ki ga za skupino Metro upravlja njeno hčerinsko podjetje Metro Properties. V zadnjem finančnem poročilu je skupina zapisala, da se je odločila Metro Properties vključiti v druge dejavnosti v skupini in ga v prihodnjih poslovnih poročilih ne namerava več predstavljati kot ločeno dejavnost. Kljub temu je mogoče na internetni strani Metro Properties najti, da strateška usmeritev ustvarjanja vrednosti prek investiranja, razvoja in upravljanja nepremičnin ostaja strateška usmeritev skupine Metro (Metro Properties GmbH & Co, 2014).

Na zadnji dan leta 2012 je Metro skupina imela v lasti za več kot 11,3 milijarde EUR nepremičnin, naprav in opreme, medtem ko je vrednost investicij v nepremičnine znašala nekaj več kot 1,4 milijarde EUR. Strošek amortizacije nepremičnin, naprav in opreme je v na isti dan znašal 1,3 milijarde EUR.

Z naslova finančnih najemov je skupina v letu 2012 zabeležila 133 milijonov EUR stroškov in ima v prihodnosti še za dodatnih nekaj več kot 1,7 milijarde EUR minimalnih stroškov. Na drugi strani je imela skupina Metro v tem obdobju za 1,6 milijarde EUR stroškov iz naslova poslovnih najemov in ima v prihodnosti še za nekaj manj kot 11,0 milijarde EUR stroškov iz naslova poslovnih najemov, ki so v glavnem daljši od 1 in krajši od 5 let.

Podobno kot ostala večja trgovska podjetja v razvitem svetu se tudi skupina Metro na veliko poslužuje monetizacije nepremičnin. Po podatkih na spletni strani Hermesa (Hermes Fund Management Ltd., 2013) naj bi Septembra leta 2013 Metro Properties tako sklenil

prodajo 75-odstotnega deleža v portfelju 43 Metro Cash & Carry trgovin po Franciji, ki jih ima v dolgoročnem najemu Metro Cash & Carry. Šlo je za odprodajo deleža v zaprtem skladu (angl. *closed end fund*) upravljalcu skladov Hermes Real Estate Investment Management Limited.

Po podatkih RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014) naj bi Metro Properties v letih od 2009 do 2011 v Franciji že sklenila tri podobne posle z upravljavcem nepremičninskih skladov Natixis, kjer je s prodajo in povratnim najemom uspelo zbrati več kot 654 milijonov EUR. Šlo naj bi za okrog 30 trgovin, medtem ko naj bi bile pogodbe dolge med 10 in 15 let.

6.6 BBVA

BBVA (Banco Bilbao Viscaya Argentaria) je globalna banka španskega izvora. Banka je imela na zadnji dan leta 2012 nekaj več kot 638 milijard EUR sredstev in 115.852 zaposlenih v 32 državah po svetu. Leta 2012 je skupina ustvarila 22,4 milijarde EUR prihodkov iz poslovanja in je zabeležila 1,7 milijarde EUR čistega dobička.

Na zadnji dan leta 2012 je banka imela na svoji bilanci za nekaj manj kot 5,9 milijarde EUR nepremičnin, naprav in opreme ter nekaj manj kot 1,9 milijarde EUR investicij v nepremičnine. Skupni strošek amortizacije iz naslova nepremičnin, naprav in opreme je v obdobju znašal nekaj več kot 1,0 milijarde EUR.

Podatek, koliko je banka leta 2012 namenila za poslovne najeme nepremičnin, ni znan. Kljub temu je v finančnih izkazih podjetja razvidno, da je imela banka na koncu leta 2012 v bodoče še za 429 milijonov EUR minimalnih obveznosti iz naslova poslovnega najema. Glede na poslovne izkaze banka finančnega najema pri upravljanju z nepremičninami v letu 2012 ni uporabljala.

Strategija upravljanja nepremičnin pri banki je podobna strategiji ostalih bank v Španiji in predvsem v Veliki Britaniji. Banke so sredi prejšnjega desetletja na veliko prehajale iz modela lastništva nepremičnin v celotni outsourcing nepremičnin in BBVA pri tem ni bila izjema.

Po podatkih na spletni strani RREEFa (Deutsche Bank AG, 2010) naj bi leta 2010 BBVA z nemškim upravljavcem nepremičninskih skladov RREEF (v lasti Deutsche Bank) sklenil prodajo in povratni najem portfelja 2 pisarniških stavb in 153 bančnih enot v Španiji v vrednosti, ki jo RCA ocenjuje na nekaj več kot 1,1 milijarde EUR. Najemne pogodbe naj bi bile podpisane za dobo 18 let.

Po podatkih RCA (Real Capital Analytics Inc., 2014) naj bi BBVA s pomočjo monetizacij nepremičnin od leta 2007 v desetih različnih transakcijah zbralo nekaj več kot 2,0 milijarde EUR.

6.7 Agrokor

Skupina Agrokor je eden izmed vodilnih prehrabnih koncernov v regiji Jugovzhodne Evrope. Pod njegovo okrilje spadajo tri glavne skupine: poslovna skupina Hrana, kamor spadajo znamke, kot so Zvijezda, Ledo in Jamnica, poslovna skupina Maloprodaja, kamor Agrokor uvršča znamke, kot so Konzum, Idea in Velpro, ter poslovna skupina Poljedelstvo, kamor spadajo podjetja Belje, Pik Vinkova, Podrum Mladina in Solana Pag. Koncern se poleg dejavnosti v treh glavnih poslovnih skupinah ukvarja tudi z veleprodajo, preprodajo energije in nakupom surovin. Koncern ustvari več kot 4,0 milijarde EUR prihodkov letno in zaposluje skoraj 40.000 ljudi. Leta 2012 je koncern ustvaril za nekaj več kot 8,4 EUR milijona čistega dobička.

Koncern Agrokor je imel konec leta 2012 za približno 4,0 milijarde EUR sredstev, od tega nekaj več kot 1,8 milijarde EUR nepremičnin, naprav in opreme, medtem ko koncern na svoji bilanci ni imel investicij v nepremičnine. Strošek amortizacije je v tem obdobju znašal nekaj več kot 100 milijonov EUR.

Strošek najemnin za obdobje ni na voljo, medtem ko je imel koncern iz naslova poslovnih najemov še za 376 milijonov EUR bodočih minimalnih stroškov. Glede na bilanco stanja za finančno leto 2012 koncern finančnih najemov skorajda ni uporabljal.

Po podatkih na spletni strani Illyria Capital (Illyria Capital d.o.o., 2007) je bila prva monetizacija, ki jo je Agrokor opravil, prodaja in povratni najem 6 supermarketov Konzum na Hrvaškem s skupno površino 32.000 kvadratnih metrov z upravljalcem skladov Dawnay Day Carpathian, s katero je Agrokor leta 2007 zbral 53,7 milijona EUR.

Nato so sledile prodaje in povratni najemi, sklenjeni med Agrokorjem, njegovo trgovsko verigo Konzum na Hrvaškem in skaldom W. P. Carey, in sicer:

- 2010: po podatkih na spletni strani Market Wired (Market Wire L.P., 2010) prodaja in povratni najem dveh pisarn in logističnih centrov v vrednosti 77 milijonov EUR;
- 2010: po podatkih na spletni strani Market Wired (Market Wire L.P., 2011) prodaja in povratni najem portfelja 6 hipermarketov Konzum v skupni velikosti nekaj manj kot 34.000 kvadratnih metrov. Vrednost prodaje znaša 49 milijonov EUR;
- 2012: po podatkih na spletni strani Market Wired (Market Wire L.P., 2012) prodaja in povratni najem portfelja 8 hipermarketov in supermarketov v vrednosti 34,6 milijonov EUR;

- 2013: po podatkih na spletni strani SeeNews (All Data Processing Ltd., 2013) prodaja in najem 5 hipermarketov Konzum v vrednosti nekaj več kot 67 milijonov EUR. Najemne pogodbe naj bi bile trojne neto najemne pogodbe v dolžini 20 let.

Koncern naj bi tako od leta 2007 s pomočjo monetizacije nepremičnin in W. P. Carryja v štirih ločenih transakcijah zbrala več kot 227 milijonov EUR.

6.8 Mercator

Je največje slovensko trgovsko podjetje, ki je leta 2012 poslovalo v 9 državah v regiji in zaposlovalo 23.920 ljudi. Mercator je leta 2012 iz poslovanja ustvaril nekaj več kot 2,9 milijard EUR prihodkov in 104,6 milijona EUR čiste izgube.

Podjetje področje nepremičnin obravnava kot posebno poslovno področje. Skupina je leta 2012 upravljala skupno 1.297 trgovin, kamor skupina med drugim šteje hipermarkete, supermarkete, sosedske prodajalne, enote cash & carry in ostale s hrano nepovezane formate trgovin. Skupna površina portfelja trgovin je znašala nekaj manj kot 1,2 milijona kvadratnih metrov.

Nepremičnine, naprave in oprema so konec leta 2012 znašale nekaj manj kot 1,9 milijarde EUR, medtem ko so naložbe v nepremičnine znašale dodatnih 3,2 milijona EUR. Strošek amortizacije nepremičnin, naprav in opreme je na 31. 12. 2012 znašal 74,1 milijona EUR.

Podjetje je za poslovne najeme leta 2012 namenilo 58,5 milijona EUR in ima iz tega naslova še za 388,5 milijona EUR bodočih obveznosti.

Knjigovodska vrednost nepremičnin, naprav in opreme v finančnem najemu je ob koncu leta 2012 znašala 208,4 milijona EUR, medtem ko ima skupina iz naslova finančnega najema v bodoče minimalnih obveznosti v višini 233,5 milijona EUR. Finančni najemi so sklenjeni za obdobja 5–20 let, pri čemer se zadnji izteče leta 2026. V glavnem skupina s pomočjo finančnega najema financira gradnjo večjih trgovskih objektov v Sloveniji in na Hrvaškem (Mercator d.d., 2013).

Mercator je prvič z monetizacijo nepremičnin poskušal leta 2012, ko je z odprodajo in povratnim najemom portfelja nepremičnin poskušal zbrati do 500 milijonov EUR (Mercator d.d., 2012), ki naj bi jih takrat namenil za poplačilo dela obstoječih dolgoročnih obveznosti do bank, vendar je bilo to neuspešno. Glavni razlogi za propad so bili povezani z bistvenim poslabšanjem makroekonomskega stanja Slovenije in negotovostjo okrog lastniške strukture skupine. Vsekakor so v Mercatorjevih nepremičninah kapitalne rezerve, ki jih bodo lastniki v bodoče lahko izkoristili za doseganje poslovnih ciljev skupine.

SKLEP

Monetizacija nepremičnin je zelo učinkovit način pridobivanja kapitala s strani podjetja. Model lastništva nepremičnin je v svetu specializacije zastarel in pomeni neučinkovito porabo lastniških sredstev s strani podjetja. Podjetje z odprodajo nepremičnin redno prihajajo do svežega kapitala, ki ga največkrat nato reinvestira v svojo glavno dejavnost z namenom ustvarjanja dodane vrednosti.

Da sploh lahko govorimo o možnosti monetizacije nepremičnin, mora zato obstajati za podjetje zelo dobro razvit lokalni trg poslovnih nepremičnin in njemu pripadajoči dolžniški trg. V zadnjih letih je trend v Evropi zopet porast transakcij tipa prodaj in povratnega najema. Kombinacija potreb podjetij po svežem kapitalu z željo investorjev po investiranju v nepremičnine pomeni za podjetja nove možnosti zbiranja kapitala.

Model, ki ga uporabljajo podjetja, je v glavnem enak povsod: podjetje nepremičnine prenese na za to posebej ustanovljeno projektno podjetje, z njim podpiše pogodbo o najemu in nato na trgu zanj zbere svež kapital. Empirične raziskave potrjujejo, da s tem podjetje pozitivno vpliva na svojo vrednost, in to v glavnem zato, ker gre pri lastništvu nepremičnin za relativno slabo investiran kapital v dejavnost, za katero podjetje ni specializirano in v kateri so donosi bistveno nižji od donosov pri poslovanju.

Pri izbiri pravega načina monetizacije gre za uporabo tistega, ki podjetju omogoča maksimizacijo finančnega cilja glede na notranje in zunanje omejitve. Vprašanje, ki si ga mora zastaviti vsako podjetje, torej ni, ali je monetizacija pravi način ali ne, saj jo uporabljajo praktično vsa podjetja, ampak, kako jo najbolj učinkovito izpeljati glede na dane razmere.

Glavni pogoj, pod katerim je podjetje pripravljeno izpeljati proces, je, da ob tem ne ustvari bilančne izgube. To pomeni, da mora biti kapital zbran z izbranim načinom monetizacije vsaj enak računovodski vrednosti nepremičnine.

Naslednji večji pogoj pri izbiri načina monetizacije je za najemnika obravnavanje transakcije prodaje in povratni najem kot poslovni najem za potrebe MRS 17. To z njegovega vidika pomeni zunajbilančno zadolževanje in tako nima negativnega vpliva na količnik D/E, katerega vrednost je velikokrat restriktivna pogodbeno zaveza za najemnika pri najemanju dodatnih bančnih kreditov.

Za podjetje je tudi pomembno, da si pri monetizaciji nepremičnine zagotovi kar se da veliko operativno fleksibilnost. To doseže s podpisom ustrezne pogodbe o najemu. V glavnem velja, da večja, kot je operativna svoboda, nižja bodo zbrana sredstva in obratno. Pri sklepanju najemne pogodbe torej gre za iskanje ravnotežja, ki podjetju zagotovi največjo želeno operativno svobodo glede na višino novega kapitala, ki ga želi zbrati. Pri tem se mora podjetje odpovedati delu finančne fleksibilnosti.

Z monetizacijo pa niso povezane samo dobre stvari. S tem, ko se podjetje odloči za monetizacijo, se mora zavedati, da gre ne glede na računovodsko obravnavanje za dodatno zadolževanje. V zameno za vloženi kapital se podjetja z zavezo o plačevanju najemnin odpovejo delu prostega denarnega toka. V situacijah, ko poslovanje podjetja ne gre več po načrtih, po možnosti v kombinaciji s hitrim slabšanjem stanja v gospodarstvu, lahko to privede tudi do bankrota. V Veliki Britaniji je na primer medijsko zelo znan primer podjetja Southern Cross Healthcare, ki je zaradi velike uporabe prodaje in povratnega najema v letih tik pred finančnim zlomom, leta 2011 pristalo v bankrotu.

V Sloveniji se podjetja prodaje in povratnega najema ne poslužujejo v veliki meri. Za to verjetno obstaja veliko razlogov, med katerimi je glavni vsekakor ta, da sta trg poslovnih nepremičnin in pripadajoči dolžniški trg slabo razvita. Trg poslovnih nepremičnin je v glavnem omejen na lokalna in regionalna podjetja. Mednarodni institucionalni investitorji so na njem skorajda popolnoma odsotni, medtem ko z izjemo bank pravi dolžniški trgi za podjetja niso na voljo.

Problem je tudi ta, da je večina poslovnih nepremičnin na bilancah slovenskih podjetij novejšega izvora, zato je njihova računovodska vrednost še relativno visoka. Veliko poslovnih nepremičnin v Sloveniji je bilo zgrajenih tudi s pomočjo finančnega najema, ki je prav tako oblika financiranja s pomočjo najema, zato tudi iz tega vidika monetizacija nepremičnin v Sloveniji ne pride v poštev.

Na strani podjetij je bilo v zadnjih letih nekaj poskusov zbiranja kapitala s pomočjo odprodaje nepremičnin. Mercatorjev poskus leta 2012 je med bolj znanimi. V glavnem je podjetju poskus monetizacije spodletel zaradi problemov pri lastniški strukturi in takratnem hitrem poslabševanju makroekonomskega položaja Slovenije.

Ne glede na trenutno stanje je zelo verjetno, da bodo podjetja monetizacijo nepremičnin v Sloveniji v prihodnosti slej ko prej začela uporabljati. Pri tem bo v glavnem šlo za enostavnejše oblike, kot sta prodaja in povratni najem.

LITERATURA IN VIRI

1. Agrokor d.d. (2013). Letno poročilo koncerna Agrokor d.d. Zagreb: Agrokor d.d.
2. All Data Processing Ltd. (2013, 19. december). W.P. Carey extends 67 mln euro in sale-leaseback financing to Croatia's Agrokor. Najdeno 14. marca 2014 na spletnem naslovu <https://wire.seenews.com/news/w-p-carey-extends-67-mln-euro-in-sale-leaseback-financing-to-croatias-agrokor-395919>
3. Barkham, R., & Park, U. A. (2011). Lease versus buy decision for corporate real estate in the UK. *Journal of corporate real estate*, 13, 157–168.
4. Baum, A. (2009). *Commercial real estate investment* (2nd ed.). London: EG Books.
5. BBVA S. A. (2013). Letno poročilo skupine BBVA S. A. Madrid: BBVA S. A.
6. Bloomberg Finance L.P. (2014). *The Bloomberg Professional*. Najdeno 19. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/professional/>
7. Bryan, B. A. (2003). The state of sale-leasebacks: What corporations can and should expect today. *Journal of Corporate Real Estate*, 6, 15-23.
8. CBRE Inc. (2010). *European sale and leasebacks a viable alternative for raising cpaital?* Najdeno 19. marca 2014 na spletnem naslovu [http://www.cbre.us/services/research/AssetLibrary/CBRE_European_Sale_and_Leaseback_Jan2010_FINAL1\[1\].pdf](http://www.cbre.us/services/research/AssetLibrary/CBRE_European_Sale_and_Leaseback_Jan2010_FINAL1[1].pdf)
9. Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd. (2013). *Business Briefing 2013*. Lease Accounting – Long and Winding Road to a Straight Line (Q1 2013). London: Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd.
10. Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd. (2014). *European Real Estate Lending Review Q1 2014*. London: Cushman & Wakefield Corporate Finance Ltd.
11. Definition of monetisation. (b.1.) V *Financial Times Lexiconu*. Najdeno 8. februarja 2014 na spletni strani <http://lexicon.ft.com/term?term=monetisation>
12. Deutsche Bank AG. (2010, 29. julij). *RREEF Acquires Second BBVA Portfolio*. Najdeno 8. februarja 2014 na spletnem naslovu http://www.rreef.com/home/news_4095.jsp
13. Devaney, S., & Lizieri, C. (2004). Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts. *Journal of corporate real estate*, 6, 118–132.
14. Duhovnik, M. (1995). *Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
15. Evans, M. (2013). Raising capital from real estate. *Journal of property investment & finance*, 31(3), 220–222.
16. Gronlund, T., Louko, A., & Vaihekoski, M. (2008). Corporate real estate sale and leaseback effect: Empirical evidence from Europe. *European financial management*, 14(4), 2008, 820–843.
17. Hermes Fund Managers Ltd. (2013, 4. september). *HERMES MAKES MAJOR FRENCH SALE AND LEASEBACK DEAL*. Najdeno 14. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.hermes.co.uk/Portals/14/Hermes_Real_Estate_Metro_040913.pdf

18. Illyria Capital d.o.o. (2007, 21. december). *Dawnay day carpathian buys six supermarkets in Croatia for EUR 53.7 million*. Najdeno 14. marca 2014 na spletnem naslovu <http://anthonyypesec.mydomain.com/news.html>
19. Investment Property Databank Ltd. (2014). *IPD UK Quarterly property index*. Najdeno 12. februarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.ipd.com/indices/index.html?country=UK&col=2>
20. J Sainsbury Plc. (2013). *Letno poročilo podjetja J Sainsbury Plc*. London: J Sainsbury Plc.
21. Market Wire L.P. (2010, 5. maj). *W. P. Carey completes EUR 77 million Agrokor transaction*. Najdeno 14. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.marketwired.com/press-release/W-P-Carey-Completes-EUR-77-Million-Agrokor-Transaction-1160291.htm>
22. Market Wire L.P. (2011, 10. januar). *W. P. Carey completes EUR 126 million of investments with Agrokor in 2010*. Najdeno 14. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.marketwired.com/press-release/W-P-Carey-Completes-EUR-126-Million-of-Investments-With-Agrokor-in-2010-NYSE-WPC-1377634.htm>
23. Market Wire L.P. (2012, 27. december). *W. P. Carey Completes EUR 34.6 Million Sale-Leaseback*. Najdeno 14. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.marketwired.com/press-release/w-p-carey-completes-eur-346-million-sale-leaseback-financing-with-agrokor-nyse-wpc-1741087.htm>
24. Mednarodni računovodski standardi. *Uredba komisije (ES) št. 1126/2008 z dne 3. novembra 2008 o sprejetju nekaterih mednarodnih računovodskih standardov v skladu z Uredbo (ES) 1606/2002 Evropskega parlamenta in sveta*.
25. Mercator d.d. (2012). *Letno poročilo skupine Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
26. Mercator d.d. (2013). *Letno poročilo skupine Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
27. Metro AG (2013). *Letno poročilo skupine Metro AG*. Dusseldorf: Metro AG.
28. Metro Properties GmbH & Co. (2014). *Driving Real Estate Value*. Najdeno 18. marec 2014 na spletnem naslovu <http://www.metro-properties.com/en/unternehmen.html> Monetize.
29. Investopedia LLC. (b.l.). *V Investopedia Dictionary*. Najdeno 8. februarja 2014 na spletni strani <http://www.investopedia.com/terms>
30. Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti. (2013). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2013*. Najdeno 8. februarja 2014 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/pravila_stroke/MSOV-2013.pdf
31. Pottinger, G., & Dixon, T. (2006). Lessons from real estate partnerships in the UK: Drivers, barriers and critical success factors. *Property management*, 24(5), 479–495.
32. Pottinger, G., Dixon, T., & Marston, A. (2002). Occupational futures? Divesting real estate and corporate PFI. *Property Management*, 20(1) 31-48.
33. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Real Capital Analytics Inc. (2014). *Real Capital Analytics – Trends and Trades*. Najdeno 12. februarja 2014 na spletnem naslovu <https://www.rcanalytics.com/TT/TrendsAndTrades.aspx>
35. Rebernik, M., & Repovž, L. (2000). *Od ideje do denarja: podjetniški proces*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

36. Richard, P., & Pellier, R. (2003). *Structured finance 2003. Securitisation of corporate property sale and leasebacks*. New York: Fitch Ratings Ltd.
37. Sharp, D. (2013). Risks ahead: the transformation of the corporate real estate function. *Journal of corporate real estate*, 15(3/4), 231–243.
38. Spinelli Jr., S., Rosenberg, M. R., & Birley, S. (2004). *Franchising: Pathway to wealth creation*. Upper Saddle River: FT Prentice Hall.
39. Spybey, K. (2014, 7. februar). The big property checkout. *Property Week*. Najdeno 7. februarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.propertyweek.com/the-big-property-checkout/5065979.article>
40. Standard Life Investments Ltd. (2014). *Real estate – UK Investment Requirement – Q1 2014*. London: Standard Life Investments Ltd.
41. Tesco Plc. (2013). *Letno poročilo skupine Tesco Plc*. London: Tesco Plc.
42. Thompson, A., & Strickland, J. (1999). *Strategic management: concept and cases*. (11th ed.). Boston: Irwin/McGraw-Hill Book Co.
43. Tipping, M., & Bullard, R. (2007). Sale-and-leaseback as a British real estate model. *Journal of corporate real estate*, 9(4), 205–217.
44. Unilever Plc. (2013). *Letno poročilo skupine Unilever Plc*. London: Unilever Plc.
45. Van Bussel, A., & Khan, A. (2012, 21. februar). Perilous Structure. *Real estate magazine, February-March 2012*. Najdeno 8. februarja 2014 na spletnem naslovu http://www.ipemail.co.uk/realestate/perilousstructure_44127.php?issue=February/March+2012

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic	1
Priloga 2: Slovar tujk.....	1
Priloga 3: Izvlečki iz letnih poročil	4
Priloga 4: Najemni pogoji v izbranih državah.....	6
Priloga 5: Hipotetični primer uporabe nepremičnine kot vira finančnega podjetja.....	8
Priloga 6: Podporni izračun k Sliki 1	9
Priloga 7: Tesco nepremičninska partnerstva.....	10
Priloga 8: Primerjava obravnavanih načinov monetizacije	11

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic

Kratica	Definicija in slovenski prevod
CMBS	Commercial mortgage backed securities (slov. sekuritizacija hipotekarnih posojil v poslovne nepremičnine)
CPI	Consumer price index (slov. indeks cen življenjskih potrebščin)
D/E	Debt to equity ratio (slov. količnik dolga glede na lastniški kapital)
DSCR	Debt service coverage ratio (slov. količnik pokritosti odplačila dolgov)
EBIT	Earnings before interest and debt (slov. dobiček pred izplačilom obresti in davkov)
EBT	Earnings before debt (slov. dobiček pred izplačilom davkov)
EURIBOR	Euro interbank offered rate (slov. evrska medbančna obrestna mera)
FRI	Full repair and insuring (slov. vsa popravila in zavarovanje)
ICR	Interest coverage ratio (slov. količnik pokritosti obresti)
IPD	Investment Property Databank (slov. Podatkovna banka investicij v nepremičnine)
LIBOR	London interbank offered rate (slov. londonska medbančna obrestna mera)
LTV	Loan to value (slov. posojilo glede na vrenost)
MSOV	Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti
ROCE	Return on capital employed (slov. donos na zaposleni kapital)
ROE	Return on equity (slov. donos na lastniški kapital)
RPI	Retail price index (slov. indeks maloprodajnih cen)
UOFRS	upravni odbor za federativne računovodske standarde
UOMRS	upravni odbor za mednarodne računovodske standarde

Priloga 2: Slovar tujk

Tuji izraz	Slovenski prevod
<i>5 yearly upward only rent review</i>	5-letno usklajevanje najemnin samo navzgor – pogodben dogovor med najemnikom in najemodajalcem v Veliki Britaniji in na Irskem o načinu usklajevanja najemnine
<i>Annuity funds</i>	anuitetni skladi – skladi katerih namen investiranja danes je zagotavljanje anuitetnih izplačil obveznosti v prihodnosti (pokojninski skladi, skladi življenjskega zavarovanja)
<i>Assignment</i>	prenos – pogosto uporabljena klavzula v najemnih pogodbah kjer gre za pravico do prenosa pogodbenih pravic in obveznosti najemnika
<i>Callable bond</i>	obveznica z možnostjo odpoklica – vrsta obveznice kjer ima izdajatelj možnost da le to pred iztekom pod v naprej določenimi pogoji odpokliče
<i>Cap</i>	omejevanje navzgor
<i>Charities</i>	dobrodelne ustanove – vrsta investitorjev

se nadaljuje

nadaljevanje

Tuji izraz	Slovenski prevod
<i>Commercial mortgage backed security</i>	vrednostni papir, zavarovan s hipotekami v poslovne nepremičnine
<i>Convenience store</i>	sosedska trgovina
<i>Convertible bond</i>	zamenljiva obveznica – vrsta obveznice kjer jo ima investitor pravico zamenjati za delnice izdajateljevega podjetja
<i>Closed ended fund</i>	zaprti skladi – sklad ki vse svoje delnice izda ob ustanovitvi in je tako zaprt za za trgovanje do njegovega izteka
<i>Double net rent</i>	dvojna neto najemnina
<i>Endowment funds</i>	Fundacije – vrsta investitorjev
<i>Fair value</i>	poštena vrednost – vrednost kot jo določajo mednarodni standardi računovodskega poročanja.
<i>Fit-out period</i>	doba opremljanja nepremičnine – doba preden najemnik prične z poslovanjem v nepremičnini
<i>Floor</i>	omejevalnje navzdol
<i>Free and marketable title</i>	neobremenjenost lastništva – izraz ki pomeni da nepremičnina ki se prodaja ni obremenjena s hipoteko in da jo ima lastnik pravico prodati
<i>Full repair and insuring lease or »Hell or high water«</i>	vsa popravila in zavarovanje – izraz ki se uporablja za najemne pogodbe kjer je najemnik odogovoren poravnati vse stroške povezane z nepremičnino
<i>Gross rent</i>	bruto najemnina
<i>Incremental borrowing rate</i>	predpostavljena stopnja zadolževanja - stopnja po kateri si podjetje trenutno izposoja dolniški kapital
<i>Investments in joint ventures</i>	investicije v skupna partnerstva
<i>Leisure schemes</i>	zgradbe prostega časa – kinodvorane, apartmajska naselja, casinoji, turistične kmetije, bowling dvorane, restavracije, bari, ipd.
<i>Legal tender</i>	uradno plačilno sredstvo
<i>Loan to value</i>	količnik dolga glede na vrednost zastavljenega sredstva
<i>Mergers and Acquisitions</i>	združitve in prevzemi
<i>Monetisation</i>	monetizacija – pretvorba sredstva v plačilno sredstvo, največkrat denar
<i>Net rent</i>	neto najemnina
<i>Non-recourse basis</i>	brez dogovora o vračanju – vrsta dolžniškega financiranja kjer je samo dolžnik v višini svojega premoženja odgovoren za poplačilo dolga, ne pa tudi z njim povezane pravne ali privatne osebe
<i>Open ended funds</i>	odprti skladi – sklad ki delnice izdaja in jih odkupuje kadarkoli po ustanovitvi
<i>Payment in kind bond</i>	obveznica z odloženim odplačilom obresti – vrsta obveznice kjer se obresti nabirajo in izplačajo skupaj z glavnico ob dospelju

se nadaljuje

nadaljevanje

Tuji izraz	Slovenski prevod
<i>Property companies</i>	nepremičninska podjetja – podjetje katerega namen je upravljanje nepremičnine z vidika ustvarjanja dobička
<i>Puttable bond</i>	obveznica z možnostjo predčasnega vnovčenja – vrsta obveznice kjer ima investitor možnost da le to pred iztekom pod v naprej določenimi pogoji proda nazaj izdajatelju
<i>Rental strips</i>	trakovi najemnin – del najemnine pri prodaji in povratnem najemu ki se nameni za odplačevanje dolga in obresti
<i>Retail parks</i>	nakupovalni parki – sklop trgovin urejen okrog odprtega parkirišča
<i>Retail warehouses</i>	nakupovalna skladišča – skladišča katerih glavna uporaba je maloprodaja ali veleprodaja
<i>Return on capital employed</i>	donos na zaposleni kapital – količnik dobička pred plačilom obresti in davkov glede na kapital podjetja
<i>Revolving credit facility</i>	kratkoročno in nezavarovano posojilo
<i>Right to use asset</i>	pravica do uporabe sredstva – predlagana nova oblika finančnega sredstva za knjiženje najemov po standardu MRS 17
<i>Sale and leaseback</i>	prodaja in povratni najem – najbolj standarden način monetizacije nepremičnin
<i>Sale and manage back</i>	prodaja in povratno upravljanje – način monetizacije pogosto uporabljen v hotelirstvu kjer najemnik za lastnika upravlja nepremičnino
<i>Securitisation</i>	sekuritizacija – finančno strukturiranje kjer se posojila kot finančna sredstva proda na kapitalskih trgih v obliki obveznic
<i>Security of tenure</i>	možnost podaljšanja najema – pogodbeno ali zakonska pravica ki najemniku omogoča podaljšanje najemne pogodbe po izteku
<i>Special purpose vehicles</i>	projektno podjetje
<i>Straight-line basis</i>	enakomerno – metoda knjiženja bodočih denarnih tokov. Pomeni knjiženje izdatka v enaki višini za vsako leto do izteka denarnega toka
<i>Tripple net rent</i>	trojna neto najemnina
<i>Yield-up</i>	pogodbena zaveza ki od najemnika zahteva da ob koncu najema nepremičnino povrne v začetno stanje
<i>Zero coupon bond</i>	brezkuponska obveznica – vrsta obveznice ki se v celoti izplača ob njenem dospelju. Med izdajo in dospeljem ni kuponskih plačil

Priloga 3: Izvlečki iz letnih poročil

Tabela 1: Izvleček podatkov povezanih z nepremičninami iz letnih poročil izbranih podjetij za finančno leto 2012

Podatki za finančno leto 2012	Tesco Skupina	J Sainsbury	Metro Skupina	Agrokor Koncern	Mercator Skupina	Unilever	BBVA
Tečaj EUR glede na domačo valuto	1,21	1,21	N/A	0,13	N/A	N/A	N/A
Podatki o nepremičninah							
Število nepremičnin v uporabi	6.784	1.106	2.200	857*	1.297	252**	7.987
Skupna površina v milijonih kvadratnih metrov	12	Podatek ni na voljo	13	Podatek ni na voljo	1	Podatek ni na voljo	Podatek ni na voljo
Bilanca stanja v milijonih EUR							
Skupaj sredstva	60.656	15.361	34.802	3.998	1.920	46.166	637.785
Nepremičnine, naprave in oprema	30.094	11.863	11.324	1.837	1.036	9.945	5.898
Delež nepremičnin, naprav in opreme v celotnih sredstvih podjetja v %	49,6	77,2	32,5	45,9	54,0	21,5	0,9
Investicije v nepremičnine	2.421	0	199	0	3	0	1.887
Strošek amortizacije nepremičnin, naprave in opreme	1.600	610	1.635	103	74	1.199	1.018
Strošek najemnin	1.694	553	489	Podatek ni na voljo	58	564	Podatek ni na voljo
Razkritja v finančnih poročilih v milijonih EUR							
Minimalne obveznosti poslovnih najemov							
Do enega leta	1.699	613	1.556	72	34	383	136

se nadaljuje

nadaljevanje

Podatki za finančno leto 2012	Tesco Skupina	J Sainsbury	Metro Skupina	Agrokor Koncern	Mercator Skupina	Unilever	BBVA
Od enega do pet let	6.049	2.286	4.949	182	133	1.015	224
Razkritja v finančnih poročilih v milijonih EUR							
Minimalne obveznosti poslovnih najemov							
Nad pet let	13.270	7.458	4.469	122	221	549	69
Minimalne obveznosti finančnih najemov							
Do enega leta	16	33	251	1	31	28	0
Od enega do pet let	63	114	851	1	111	119	0
Nad pet let	257	243	1.754	0	91	203	0
NPV	155	194	1.667	1	208	202	0

Legenda: *Samo KONZUM in IDEA trgovine; **samo tovarne.

Vir: Agrokor d.d., Letno poročilo koncerna Agrokor d.d., 2013; BBVA S. A., Letno poročilo skupine BBVA S. A, 2013; J Sainsbury Plc., Letno poročilo podjetja J Sainsbury Plc, 2013; Mercator d.d., Letno poročilo skupine Mercator d.d., 2013; Metro AG, Letno poročilo skupine Metro AG, 2013; Tesco Plc., Letno poročilo skupine Tesco Plc, 2013; Unilever Plc., Letno poročilo skupine Unilever Plc., 2013.

Priloga 4: Najemni pogoji v izbranih državah

Tabela 2: Ključni najemni pogoji v izbranih državah po svetu

Država	Dolžina najema	Možnost predčasne prekinitve pogodbe	Možnost podaljšanja najema (angl. <i>security of tenure</i>)	Usklajevanje najemnin
Velika Britanija	Tradicionalno 25 let, lahko tudi 5 do 15 let	Ne, možnost dogovora	Da v Angliji in v Walesu z možnostjo enostranske zavrnitve s strani lastnika v primeru da sam želi postati uporabnik ali ko želi nepremičnino prenoviti Ne na Škotskem	Vsake pet let, samo navzgor
ZDA	5 do 10 let	Ne	Možnost podaljšanja pod tržnimi pogoji	Pri daljših najemih, tradicionalno letno CPI sedaj pa po vnapred določeni fiksni stopnji
Hong Kong	3 leta	Da pri najemu velikih prostorov	Po dogovoru	Brez letnih indeksacij
Japonska	2 leti	Da	Da	Ne
Francija	9 let	Vsake 3 leta	Da, še za nadaljnjih 9 let	Da, letno z indeksom gradbenih cen
Nemčija	5 do 10 let pisarne 3 do 5 let proizvodnja in logistika	Da, ob 5 letih obletnici najema	Da, za nadaljnjih 5 let vendar z enostransko možnostjo zavrnitve s strani lastnika	Da, za pogodbe ki so daljše od 10 let in vsakič ko je rast cen življenjskih potrebščin nad vnaprej določeno zgornjo mejo
Irska	20 do 25 let	13 do 15 let	Da, po pretečenih petih letih najema	Vsake pet let, usklajevanje s tržnimi cenami

se nadaljuje

nadaljevanje

Država	Dolžina najema	Možnost predčasne prekinitve pogodbe	Možnost podaljšanja najema (angl. <i>security of tenure</i>)	Usklajevanje najemnin
Italija	minimalno 6 let	Po dogovoru	Da, še za nadaljnih 6 let, razen v izrednih primerih ko želi lastnik nepremičnino prenoviti	Da, letno z ISTATom, pogostokrat omejeno na 75%
Nizozemska	5 do 10 let	Po 5-ih letih najema	Ne, najemniki lahko prek sodišča dosežejo podaljšanje še za 3 leta	Da, z CPI vsako leto na dan obletnice podpisa pogodbe
Španija	3 do 5 let	Ni omejitev pri pogodbah	Ni omejitev pri pogodbah	Da, letno z CPI

Vir: Healy in Baker (2001) in RICS (2002) v G. Pottinger & T. Dixon, Lessons from real estate partnerships in the UK: Drivers, barriers and critical success factors, 2006, str. 486.

Priloga 5: Hipotetični primer uporabe nepremičnine kot vira finančnega podjetja

Poplačilo dolžniškega in lastniškega kapitala v vrednosti 50 %/50 % ob prodaji nepremičnine

Predpostavke:

Strošek zadolževanja	5,50%		
Prodajna cena nepremičnine	9,00%		
Tržna vrednost nepremičnine	500		
Skupaj kapital	2.000	1500	2000
Dolžniški kapital	1.000	750	750
Lastniški kapital	1.000	750	1250
Računovodska vrednost nepremičnine	300		
Dolžina najema (let)	15		
Prihodki od prodaje	1.000		
Operativni stroški podjetja	725		
Strošek amortizacije	25		
Davčna stopnja	28,00%		

Rezultati:	Pred prodajo	Po prodaji (poslovni najem)	Po prodaji (finančni najem)
Prihodki od prodaje	1.000	1.000	1.000
Operativni stroški (brez najemnin in amortizacije nepremičnine)	(725)	(725)	(725)
Strošek amortizacije nepremičnine	(25)	-	-
Strošek najemnine	-	(45)	-
EBIT	250	230	275
Obresti	(55)	(14)	(59)
Odplačilo glavnice	-	-	(17)
EBT	195	216	199
Davki	(55)	(61)	(61)
Čisti dobiček	140	156	139
ROCE	12,50%	15,33%	13,75%
ROE	14,04%	20,76%	18,49%
D/E	1,00	1,00	1,67
ICR	4,55	16,73	4,68
DSCR	4,55	16,73	3,63

Opomba: Ob prodaji nepremičnine se v zgornjem primeru ustvari tudi računovodski dobiček v vrednosti 200 enot ki, v zgornji tabeli, zaradi boljše predstavitve učinkov monetizacije na izkaze podjetja, ni upoštevan.

Priloga 6: Podporni izračun k Sliki 1

Zgodovinska nabavna vrednost zemljišča	150
Zgodovinska nabavna vrednost stavbe	300
Zgodovinska nabavna vrednost opreme	50
Zgodovinska nabavna vrednost nepremičnine	500

Zgodovinska tržna vrednost nepremičnine **500**

Amortizacijska stopnja stavbe	2,00%	50 let
Amortizacijska stopnja oprema	10,00%	10 let

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Začetna vrednost zemljišča	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Začetna vrednost stavbe	300	300	294	288	282	276	270	264	258	252	246	240	234	228
Začetna vrednost opreme	50	50	45	40	35	30	25	20	15	10	5	-	-	-
Začetna vrednost nepremičnine	500	500	489	478	467	456	445	434	423	412	401	390	384	378
Amortizacija stavbe		(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Amortizacija opreme		(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	-	-	-
Neto računovodska vrednost nepremičnine	500	489	478	467	456	445	434	423	412	401	390	384	378	372
Gibanje vrednosti nepremičnine		-0,5%	2,8%	11,1%	12,6%	8,7%	14,2%	12,6%	-7,8%	-16,6%	11,9%	9,7%	2,8%	0,9%
Ocenjena tržna vrednost nepremičnine	500	498	511	568	640	695	794	894	825	688	769	844	868	876

Priloga 7: Tesco nepremičninska partnerstva

Tabela 3: Izbor nekaterih Tesco nepremičninskih partnerstev

Nepremičninska partnerstva	Delež lastništva %	Država ustanovitve
Shopping Centres Limited*	50 %	Velika Britanija
BLT Properties Limited*	50 %	Velika Britanija
The Tesco British Land Property Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Red Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Aqua Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Coral Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Blue Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Atrato Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Property Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Passaic Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Navona Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Sarum Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
The Tesco Dorney Limited Partnership	50 %	Velika Britanija
Tesco BL Properties Limited	50 %	Velika Britanija
Fushun Splendor Real Estate Development Co. Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Anshan Tesco Real Estate Development Co. Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Tesco Qinhuangdo Property Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Xiamen Hete Property Co. Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Tesco Fujian Property Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Tesco (Fujian) Industry Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Tesco Shenyang Property Co. Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Tesco Nanjing Zhongshan Real Estate Development Co. Limited Property Investment	50 %	Kitajska
Arena (Jersey) Management Limited	50 %	Jersey
The Tesco Property (No. 2) Limited Partnership	50 %	Jersey

Vir: Tesco Plc., Letno poročilo skupine Tesco Plc., 2013, str. 99.

Priloga 8: Primerjava obravnavanih načinov monetizacije

Tabela 4: Primerjava različnih načinov monetizacije z vidika za podjetje ključnih dejavnikov

Kategorija	Lastništvo	Opco/propco delitev	Finančni najem	Prodaja in povratni najem	Prodaja in povratni najem v partnerstvu	Sekuritizacija	Prodaja in povratno upravljanje	Outsourcing
Sprostitev kapitala (glede na tržno vrednost poslovne nepremičnine)	0 %	50 %-65 %	100 %	100 %	75 %-85 %	Več kot 100 %	100 %	100 %
Vir kapitala	n/a	Hipotekarne banke	Anuitetni skladi, leasing banke	Trg poslovnih nepremičnin in hipotekarne banke	Trg poslovnih nepremičnin in hipotekarne banke	CMBS in trg poslovnih nepremičnin	Trg poslovnih nepremičnin	Trg poslovnih nepremičnin
Minimalna velikost transakcije	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	100 milijonov EUR	n/a	n/a
Transakcijski stroški	n/a	Minimalni	Nizki	Povprečni	Povprečni	Maksimalni	Povprečni	Povprečni
Upravljanje nepremičnine	Podjetje	Podjetje	Podjetje	Podjete	Podjetje	Podjetje	Najemnik	Lastnik
MRS-17	n/a	Finančni najem	Finančni najem	Operativni najem	Operativni najem	Operativni ali finančni najem	Operativni najem	Operativni najem

se nadaljuje

nadaljevanje

Kategorija	Lastništvo	Opcio/propco delitev	Finančni najem	Prodaja in povratni najem	Prodaja in povratni najem v partnerstvu	Sekuritizacija	Prodaja in povratno upravljanje	Outsourcing
Pogodbene zaveze								
Višina dogovorjene začetne najemnine glede na tržno najemnino	n/a	Prosto	Tržna najemnina ali višja	Tržna najemnina	Tržna najemnina	Tržna najemnina ali višja	Tržna najemnina	Tržna najemnina
Tip najemnine*	n/a	Prosto	Trojna neto najemnina	Dvojna ali trojna neto najemnina	Dvojna ali trojna neto najemnina	Trojna neto najemnina	Dvojna ali trojna neto najemnina	Bruto najemnina
Usklajevanje najemnine*	n/a	Prosto	Letna indeksacija	Indeksacija ali tržno usklajevanje	Indeksacija ali tržno usklajevanje	Neomejena letna indeksacija	Indeksacija ali tržno usklajevanje	Indeksacija ali tržno usklajevanje
Dolžina najema*	n/a	Prosto	Nad 20 let	Nad 15 let	Nad 15 let	Nad 20 let	Nad 10 let	Nad 15 let
Restriktivnost operativnih določb za najemnika	n/a	Fleksibilno	Restriktivno	Delno fleksibilno	Delno fleksibilno	Restriktivno	Delno fleksibilno	Maksimalno restriktivno

Legenda: *se razlikuje glede na geografsko območje. Velja za Veliko Britanijo.