

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**NALOŽBE V NEPREMIČNINE KOT ALTERNATIVA
FINANČNIM NALOŽBAM**

Ljubljana, oktober 2003

SANJA KOROŠEC

IZJAVA

Študentka Sanja KOROŠEC izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr.Andreje CIRMAN in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
<u>1. OPREDELITEV NEPREMIČNIN IN TRGA NEPREMIČNIN.....</u>	<u>2</u>
1.1. DEFINICIJA NEPREMIČNIN	2
1.2. NEPOPOLNOST OZIROMA NEUČINKOVITOST TRGA NEPREMIČNIN	3
1.3. NEPOPOLNOST OZIROMA NEUČINKOVITOST TRGA URBANIH ZEMLJIŠČ	3
<u>2. MOTIVI INVESTITORJA PRI NALOŽBAH V NEPREMIČNINE.....</u>	<u>5</u>
2.1. INVESTICIJSKE PREDNOSTI IN DONOSI	5
2.2. INVESTICIJSKE SLABOSTI IN TVEGANJA.....	6
<u>3. MODELI ZA VREDNOTENJE NEPREMIČNIN</u>	<u>6</u>
3.1. MODEL BREZ RASTI	7
3.2. MODELA RASTI	7
3.2.1. MODEL S KONSTANTNO RASTJO.....	7
3.2.2. MODEL S PERIODIČNO RASTJO	8
<u>4. ODLOČITVENI INVESTICIJSKI KRITERIJI</u>	<u>8</u>
4.1. DOBA POVRAČILA	8
4.2. DISKONTIRANA DOBA POVRAČILA	8
4.3. NETO SEDANJA VREDNOST (NSV).....	9
4.4. NOTRANJA STOPNJA DONOSA (IRR).....	9
4.5. POPRAVLJENA NOTRANJA STOPNJA DONOSA (MIRR).....	10
4.6. INDEKS DONOSNOSTI (PI).....	10
4.7. OCENA USTREZNIH DENARNIH TOKOV.....	11
<u>5. TVEGANJE IN DONOSNOST NEPREMIČNIN</u>	<u>11</u>
5.1. OPREDELITEV TVEGANJA	12
5.2. VRSTE TVEGANJA	12
5.3. MERJENJE TVEGANJA	14
5.4. OCENA DISKONTNIH STOPENJ OZIROMA ZAHTEVANIH STOPENJ DONOSA	15
5.4.1. MODEL DOLOČANJA CEN DOLGOROČNIH NALOŽB – CAPM.....	15
5.4.2. METODA PRIMERLJIVIH NEPREMIČNIN	17
5.4.3. STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA IN STROŠEK KAPITALA.....	18
5.5. NEPREMIČNINA KOT DEL NEPREMIČNINSKEGA PREMOŽENJA.....	18
5.6. NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLADI	20
5.7. NEPREMIČNINA KOT DEL MEŠANEGA PREMOŽENJA	23

5.7.1.	VPLIV STROŠKOV POSLOVANJA S FINANČNIMI NALOŽBAMI NA NJIHOVO DONOSNOST	25
6.	<u>MERJENJE USPEŠNOSTI INVESTICIJSKIH ODLOČITEV</u>	<u>26</u>
6.1.	RAZLOGI ZA MERJENJE USPEŠNOSTI.....	26
6.2.	CILJI MERJENJA USPEŠNOSTI.....	27
6.3.	REZULTATI MERJENJA USPEŠNOSTI	27
6.4.	MERJENJE DONOSNOSTI IN PRIMERJAVA S STANDARDOM PRIMERJAVE	27
7.	<u>TRG NEPREMIČNIN V SLOVENIJI</u>	<u>28</u>
7.1.	PROBLEMI SLOVENSKEGA TRGA NEPREMIČNIN	29
7.1.1.	EVIDENTIRANJE NEPREMIČNIN	29
7.1.2.	POMANJKANJE URADNIH PODATKOV	30
7.1.3.	FINANČNO PODROČJE	31
7.1.4.	PONUDBA, POVPRASEVANJE IN CENE.....	32
7.2.	NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI	33
7.3.	VLOGA STANOVANJSKEGA SKLADA REPUBLIKE SLOVENIJE	33
7.3.1.	VPLIV NSVS NA CENE STANOVANJ	35
7.4.	TUJCI IN NEPREMIČNINE V SLOVENIJI	37
7.5.	OBDAVČEVANJE NEPREMIČNIN	38
7.5.1.	PREMOŽENJSKI DAVKI.....	38
7.5.2.	DOHODNINA IN NEPREMIČNINE.....	39
7.5.3.	DAVEK NA DODANO VREDNOST (DDV).....	39
7.5.4.	NOVI DAVEK NA NEPREMIČNINE	40
7.6.	DONOSNOST INVESTICIJ V NEPREMIČNINE V SLOVENIJI	40
	<u>SKLEP.....</u>	<u>45</u>
	<u>LITERATURA</u>	<u>46</u>
	<u>VIRI</u>	<u>47</u>
	<u>PRILOGA</u>	<u>I</u>
	<u>SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV</u>	<u>III</u>

UVOD

Nepremičnine predstavljajo približno 55 odstotkov svetovnega bogastva (Brown, Matysiak, 2000, str. 10), kar jim daje veliko pomembnost glede na druge investicijske razrede. Zato so zelo pomemben segment kapitalskega trga, česar se v Sloveniji šele začenjamo zavedati. Razvit nepremičninski trg je zelo pomemben za vsako nacionalno gospodarstvo, saj blagodejno vpliva na celotno gospodarsko aktivnost. Slovenski nepremičninski trg je majhen, zato občutljiv in izpostavljen. Poleg neposrednih naložb v nepremičnine je možno sredstva investirati tudi posredno. Takšne naložbe omogoča razvoj nepremičninskih investicijskih skladov, ki v svetu obstajajo že od leta 1960, v Sloveniji pa še nimamo urejene pravne podlage za njihov razvoj. V razvitih državah so naložbe v nepremičnine velik delež premoženja institucionalnih investitorjev, medtem ko slovenski institucionalni investitorji predvsem zaradi neustrezne zakonodaje in neurejenih nepremičninskih evidenc vanje ne nalagajo mnogo sredstev. Poleg njih vlagajo vanje tudi posamezniki. Gre predvsem za nakupe bivalnih in poslovnih površin za lastne potrebe ali pa za nakup z namenom oddajanja. Naložba v nepremičnino je zelo dobra alternativa drugim finančnim naložbam, saj je z njimi zelo nizko korelirana. Izpeljanih je bilo veliko raziskav, ki potrjujejo koristi ob vključitvi nepremičnin v premoženje.

V diplomskem delu so nepremičnine obravnavane kot oblika finančne naložbe, od katere v prihodnje pričakujemo donos. Modeli, ki so uporabljeni za vrednotenje nepremičnin, so uporabni tudi za vse druge oblike finančnih naložb, kar omogoča lažjo primerjavo in podlago za odločanje.

Uvodnemu delu naloge sledi prvo poglavje, kjer so definirane nepremičnine, njihove značilnosti, značilnosti trga nepremičnin in urbanih zemljišč ter dejavniki njune neučinkovitosti. V drugem poglavju so predstavljeni motivi, ki investitorje vodijo k odločitvam o naložbi v nepremičnine.

V tretjem poglavju so obravnavani modeli za vrednotenje nepremičnin, ki upoštevajo tako denarne tokove brez rasti kot z njo. Slednji so pomembni predvsem v inflacijskem okolju. Četrto poglavje je namenjeno investicijskim kriterijem, po katerih se odločamo o sprejetju oziroma zavrnitvi investicijskega projekta.

Pojma tveganja in donosnosti nepremičnin sta obravnavana v petem poglavju, kjer je najprej opredeljeno tveganje in njegove vrste, nato merjenje tveganja in ocenjevanje zahtevanih stopenj donosa. Nepremičnina je obravnavana kot del nepremičninskega in mešanega premoženja, v okviru katerih so opredeljene tudi koristi, ki jih prinaša. V šestem poglavju je obravnavano precej novo področje, in sicer merjenje uspešnosti investicijskih odločitev, ki je osnova za vrednotenje sprejetih odločitev.

Zadnje, sedmo poglavje je v celoti namenjeno slovenskemu nepremičninskemu trgu. Predstavljeni so glavni problemi, ki ovirajo njegovo delovanje po tržnih načelih. To so nepopolne evidence nepremičnin, pomanjkanje uradnih podatkov o gibanju cen in donosnostih, slabosti, ki se kažejo na finančnem področju, ter problem neuskklajene ponudbe in povpraševanja ter posledično visokih cen, kar se nanaša predvsem na trg stanovanjskih nepremičnin. V nadaljevanju so podane možnosti oziroma rešitve za razvoj nepremičninskih investicijskih skladov pri nas, ki bi pripomogli k večji ponudbi in dostopnosti nepremičnin za manjše vlagatelje. Predstavljena je tudi vloga Stanovanjskega sklada RS s svojim glavnim produktom, Nacionalno stanovanjsko varčevalno shemo, na stanovanjskem trgu. Ker je s prvim februarjem

letos Slovenija postala odprta za tuje vlagatelje na nepremičninskem trgu, je del poglavja namenjen tudi temu področju. V nadaljevanju so podani še pregled davkov, ki so pri nas povezani z nepremičninami, in primerjave donosnosti investicij v nepremičnine z donosnostmi drugih oblik finančnih naložb. V zadnjem delu naloge so zbrane sklepne misli, priložena pa sta še priloga z izračuni in slovarček uporabljenih tujih izrazov.

1. OPREDELITEV NEPREMIČNIN IN TRGA NEPREMIČNIN

1.1. Definicija nepremičnin

Poznamo več definicij, ki označujejo, kaj nepremičnina je. Poglejmo jih nekaj (Cirman et al., 2000, str. 2):

- »Nepremičnina je zemljišče in vse, kar je na njem zgrajeno, raste ali je nanj pritrjeno. Pridelki, ki zahtevajo letno obdelovanje, niso vključeni v to definicijo.«
- »Nepremičnina je zemljišče ter vse, kar zemljišču pripada in je po zakonu nepremično.«
- »Nepremičnina je premoženje, dobrina ali vrsta imetja, ki se prične z zemljiščem in vsebuje vse stalne izboljšave zemljišča.«

Nepremičnine lahko ločimo po več kriterijih: glede na lokacijo (središče mesta, obmestna naselja, podeželje...), velikost (fizična velikost, vrednost, število uporabnikov), starost, gradbeno fazo in drugo. Najpogostejša in najsplošnejša delitev pa izhaja iz namena oziroma dejanske uporabe nepremičnin, ki jih razdelimo v naslednje skupine (Cirman et al., 2000, str. 4):

- **Stanovanjske nepremičnine** (eno- ali večdružinske stanovanjske zgradbe, stavbna zemljišča za stanovanja).
- **Poslovne nepremičnine** (trgovine in trgovska središča, pisarniške zgradbe, gledališča, hoteli, moteli, stavbna zemljišča za poslovno dejavnost).
- **Industrijske nepremičnine** (tovarne, skladišča, rudniki, stavbna zemljišča za industrijsko dejavnost).
- **Kmetijske nepremičnine** (kmetije in živinorejske farme, rekreacijske nepremičnine, neuporabljena razvita zemljišča ob urbanih območjih).
- **Nepremičnine za posebne namene** (izobraževalne institucije, religiozne institucije, bolnišnice, domovi za upokojence, pokopališča, igrišča za golf).
- **Javne nepremičnine** (avtoceste, pošte, parki, upravne zgradbe, šole in druge nepremičnine, namenjene javni uporabi).

Nepremičnina je realna dobrina s posebnimi **fizičnimi lastnostmi**, kot so nepremičnost, relativna neuničljivost in edinstvenost.

Nepremičnina ima tudi **ekonomske lastnosti**, kot so relativna redkost, fizična in ekonomska lokacija (vplivata na njihovo različno uporabo in vrednost), soodvisnost (gre za medsebojno vplivanje uporab, izboljšav in vrednosti nepremičnine) in dolga povračilna doba investicij vanje.

Na nepremičnine imajo zelo močan vpliv tudi **institucionalni dejavniki**, kot so nepremičninski zakoni in regulacije, regionalni in lokalni prostorski plani, nadzori najemnin, nadzori

razparceliranja idr. Lokalne in regionalne navade vplivajo na njihovo vrsto, videz in uporabo. Na poslovanje z nepremičninami in razvoj skupnosti pa bolj ali manj vplivajo še razna nepremičninska združenja in organizacije.

1.2. Nepopolnost oziroma neučinkovitost trga nepremičnin

Trg nepremičnin je stičišče ljudi, ki trgujejo z dobrinami, katerih količina in kvaliteta sta težko merljivi, saj se na njih trguje z lastninskimi pravicami (Cirman et al., 2000, str. 8). Na tem trgu se deloma določa tudi namembnost uporabe nepremičnin.

Za trg velja, da je učinkovit tedaj, ko cene izražajo vse znane informacije na trgu. Če je ocena vrednosti nepremičnine dober približek cene, potem bi morala izražati vse znane informacije na trgu. Zelo pogosto prepričanje profesionalnih ocenjevalcev vrednosti nepremičnin je, da je trg nepremičnin zelo neučinkovit, ker imajo nepremičnine določene značilnosti, ki preprečujejo oblikovanje ravnotežne cene, ki bi se sicer oblikovala na popolnoma učinkovitem trgu. Te značilnosti so (Brown, Matysiak, 2000, str. 433):

- nepremičnine so velik finančni zalogaj;
- nepremičnine ne moremo prodati v majhnih enotah;
- nepremičnina je relativno nelikvidna naložba, prodaja je počasna in zahtevna;
- nepremičnine povzročajo visoke transakcijske stroške.

Obstajajo empirični dokazi, da je trg nepremičnin neučinkovit na kratek rok, česar glavni vzrok so visoki stroški, če želimo nepremičnino v kratkem času zamenjati v denar (če jo namreč želimo na hitro spremeniti v denar, bo to pomenilo, da jo bomo morali zaradi naglice prodati po nižji ceni, zraven pa moramo prišteti še transakcijske stroške). Na dolgi rok pa naj nepremičninski trg ne bi bil neučinkovit oziroma nepopoln. Če bi to namreč držalo, bi bili lahko ocenjevalci vrednosti nepremičnin vedno sposobni identificirati podcenjene nepremičnine, kar bi pomenilo, da bi bili visoki donosi zagotovljeni. Zaradi dveh razlogov pa je zelo malo verjetno, da bi se to uresničilo, in sicer je prvi ta, da so z nakupom in prodajo nepremičnin povezani visoki transakcijski stroški, ki bi v povprečju izničili visoke donose. Drugi razlog pa je, da bi se v primeru stalne podcenjenosti nepremičnin na ta trg preusmerilo veliko investorjev, kar bi povzročilo premaknitev cen v ravnotežno točko (Brown, Matysiak, 2000, str. 433).

1.3. Nepopolnost oziroma neučinkovitost trga urbanih zemljišč

Nepremičnina je sestavljena iz dveh delov, in sicer iz (stavbnega) zemljišča in objekta. Sam objekt kot nepremičnina namreč ne more obstajati brez pripadajočega zemljišča. Slednja delimo na dve vrsti: na kmetijska in stavbna. Najbolj značilno stavbno zemljišče se pojavlja v urbanih območjih in ga imenujemo tudi urbano zemljišče. Ker je torej zemljišče del nepremičnine, je prav, da si pogledamo nepopolnosti, ki se kažejo na trgu urbanih zemljišč.

Poleg urbanističnooblikovalskih razlogov so predvsem ekonomski tisti, ki opravičujejo intervencijo države oziroma lokalne skupnosti na trgu urbanih zemljišč. Ključni ekonomski razlog, zaradi katerega je potrebna intervencija, tiči v nepopolnosti trga urbanih zemljišč. Tržni mehanizmi bi v razmerah nepopolnega trga povzročili zmanjšanje blagostanja prebivalstva mesta na sploh na račun povečanja blagostanja lastnikov zemljišč.

Nepopolnost trga urbanega zemljišča opredeljujejo naslednje karakteristike trga (Begović, 1995, str. 241-306):

- delni monopoli nad lastništvom zemljišč;
- mestna in lokalna javna dobra (ceste, zelenice, rekreativne površine);
- mestne gospodarske javne službe (vodovod, odvažanje smeti, gasilci, policija);
- nepopolnost informiranja in visoka stopnja tveganja;
- nezaželeni ekonomski neenakosti prebivalstva;
- pozitivni in negativni zunanji strnitveni učinki (učinkovitost javnih služb, prometna prezasičenost, hrup, odpadki in drugi ekološki problemi, povečana ponudba dobrin zaradi povečanega povpraševanja, povečana produktivnost zaradi povečane delitve dela in ponudbe delovne sile).

Urbanistično planiranje je prav gotovo nujna oblika intervencije lokalne skupnosti na trgu urbanih zemljišč, vendar pa ostaja vprašanje, koliko naj omejuje alokacijo zemljišč oziroma lastninskih pravic. Tudi urbanistično planiranje je namreč nepopolno. Planerji in lokalna oblast nimajo vpogleda v relevantna razmerja in procese na trgu urbanih zemljišč. Težavno je tudi oblikovanje ciljev državne intervencije, prav tako je problematična implementacija planov, ki je prepuščena državi.

Urbanistični plani povzročajo s svojimi omejitvami naslednje ekonomske učinke (Begović, 1995, str. 309-363):

- Omejitve pripeljejo do zmanjšanja ponudbe in dviga cen zemljišč.
- Določajo namene uporabe prostora in s standardi in drugimi zahtevami pogosto povzročajo dviganje stroškov gradnje.
- Povzročajo dodatne stroške javnega in zasebnega sektorja.
- Uveljavitev določenih standardov lahko pripelje tudi do povečanja kakovosti nepremičnin in s tem do povečanja povpraševanja po njih in zemljiščih.

Poleg urbanističnega planiranja ima država oziroma lokalna skupnost na razpolago tudi posredne instrumente intervencije, kot so davki in subvencije. Z njimi lahko država in lokalna skupnost vplivata na povečanje ponudbe zemljišč (tudi tistih, ki jih lastniki držijo zunaj prometa zaradi špekulativnih razlogov), na povečanje povpraševanja, lahko pa uporabita davke kot instrument za pravičnejšo porazdelitev blagostanja (tu gre za distributivne učinke).

Želeni nivo državne intervencije bi bil tisti, ki bi privedel do večjega družbenega blagostanja, kot bi sicer bilo, če bi bil trg urbanih zemljišč prepuščen zakonitostim svobodnega trga. Smiselno bi bilo kombinirati neposredne instrumente (to so urbanistično planiranje, lastna ponudba in povpraševanje) s posrednimi (to so davki in subvencije), seveda oboje v funkciji regulatorja trga mestnih zemljišč (tako alokacije kot cen) (Begović, 1995, str. 361).

2. MOTIVI INVESTITORJA PRI NALOŽBAH V NEPREMIČNINE

Naložbe v nepremičnine imajo tako slabosti kot prednosti, ki jih prinašajo investitorjem. Različnih spodbud in motivov za investicije vanje je toliko, kolikor je investorjev, ki vanje nalagajo svoj denar. Poglejmo si najprej prednosti investicij v nepremičnine in donose, nato pa še slabosti in tveganja (Pyhrr et al., 1989, str. 10).

2.1. Investicijske prednosti in donosi

- **Lastniški ponos.** Lastništvo nad nepremičnino je čustvena izkušnja, saj jo lahko investitor občuti in prime. Še posebno je značilen pri nakupu družinske hiše ali stanovanja. Veliko investorjev občuti nepremičnino kot merilo pomembnosti in uspeha.
- **Oseben nadzor.** Nepremičnina v nasprotju z obveznicami in delnicami omogoča investitorju direkten nadzor nad sredstvom, kar pomeni, da lahko nadzira odločitve, kot so nakup, cena, finančni vzvod, oblika lastništva, delovanje, refinanciranje, razpolaganje z nepremičnino.
- **Osebna uporaba in posest.** Večina investorjev uporablja nepremičnino za osebne namene. Lastnik pridobiva koristi od povečanja vrednosti nepremičnine (apreciacije) in od prihranka, ker mu ni treba plačevati najemnine.
- **Gradnja premoženja.** Investitor lahko zgradi premoženje s pridobivanjem nepremičnin z uporabo finančnega vzvoda, nato reinvestira prihodke od teh nepremičnin in dolgoročno zgradi premoženje z amortizacijo dolga in apreciacijo nepremičnine.
- **Visok operativni donos.** Nekateri strokovnjaki trdijo, da nepremičnina kot investicija v ZDA prinaša donosnost pred davki od 8 do 15 odstotkov, špekulativne nepremičnine pa tudi do 25 odstotkov.
- **Močan finančni vzvod.** Finančni vzvod se pojavi, kadar investitor pri financiranju investicije uporabi poleg lastniškega kapitala tudi dolžniške vire financiranja. Pozitivni finančni vzvod pomeni korist v obliki povečanja donosnosti investicije oziroma lastniškega kapitala zaradi zamenjave dražjega lastniškega financiranja s cenejšim dolžniškim financiranjem investicije. Ena od glavnih privlačnosti nepremičnin je priložnost, ki se ponuja investitorju, da obvladuje veliko sredstvo z majhnim deležem lastniškega kapitala. Večina investorjev v nepremičnine ima v strukturi financiranja od 70 do 80 odstotkov dolga. Nepremičnine so sredstvo, ki je zelo visoko rangirano za zavarovanje dolga.
- **Povečanje vrednosti (apreciacija) in zaščita proti inflaciji.** Vrednost nepremičnine se v času lahko poveča (aprecira), tako se investitorju poveča donosnost. Povečanje vrednosti je lahko posledica dveh okoliščin. Prva je povečanje povpraševanja glede na ponudbo v neinflacijskem okolju. Druga je, da lahko inflacija povzroči dramatično povečanje cen nepremičnin. Naložba v nepremičnino je namreč dobro zavarovanje pred inflacijo¹.

¹ Več o tem glej Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 207-209 ali Brown, Matysiak, 2000, str. 463-482.

2.2. Investicijske slabosti in tveganja

- **Slaba likvidnost.** Nepremičnino je težko hitro spremeniti v denar, kar lahko imetnika nepremičnine privede do nesolventnosti in bankrota. Sprememba nepremičnine v denar je prav tako povezana z visokimi transakcijskimi stroški.
- **Breme za upravljalca.** Večina nepremičnin zahteva veliko osebne pozornosti in znanja. Upravljalca, ki upravlja z nepremičnino, je odgovoren za doseganje denarnega toka, ki ga je načrtoval investitor. Vseskozi je treba spremljati pritoke in vrednost nepremičnine.
- **Zmanjšanje vrednosti (depreciacija).** Čeprav lahko inflacija poveča denarno vrednost nepremičnine, lahko ocenjevalci vrednosti nepremičnin hitro ugotovijo, da se je njena realna vrednost zmanjšala zaradi psihične, funkcionalne ali lokalne depreciacije.
- **Vladna kontrola.** Kontrole najemnin, tujih investicij, varstva okolja, monetarna in fiskalna politika, vse to vpliva na razvoj in uporabo nepremičnin. Te socialno-politične odločitve vplivajo na omejen razvoj, zmanjšujejo pritoke in zavirajo hitrejšo rast. Vladne kontrole in regulative so dodale veliko stroškov k nakupu nepremičnine.
- **Pravna zapletenost.** Pogodbe med lastniki in upniki so zelo zapletene. Kompleksnost se pojavlja tudi v hitrih in nepredvidljivih davčnih spremembah, ki lahko neugodno vplivajo na investitorja, ki se zanaša na davčne koristi za znaten del donosov.
- **Pomanjkanje informacij in znanja.** Za tržne udeležence na nepremičninskem trgu je pridobivanje informacij o transakcijah med kupci in prodajalci zelo zahtevno in drago opravilo, saj so te informacije navadno zaupne in decentralizirane. Zaradi slabe informiranosti zato tržni udeleženci pogosto iščejo pomoč pri nepremičninskih izvedencih, kar povišuje transakcijske stroške.

3. MODELI ZA VREDNOTENJE NEPREMIČNIN

Nakup nepremičnine daje investitorju določene pravice, ena izmed njih pa je, da prejema denarni tok pod pogoji, ki so pogodbeno določeni. Profesionalni ocenjevalci nepremičnin imajo nalogo, da ocenijo vrednost nepremičnine oziroma poskušajo ugotoviti ceno, za katero so prepričani, da jo bo nepremičnina dosegla na trgu. Pri vrednotenju uporabljajo modele, ki temeljijo na diskontiranju denarnih tokov. Z diskontiranjem denarnih tokov upoštevamo vrednost denarja v času. Ekonomski subjekti običajno pripisujejo določenemu denarnemu znesku v prihodnosti različno vrednost, odvisno od tega, kdaj se pojavi. Če želimo primerjati finančne možnosti, katerih denarni tokovi nastopajo v različnih časovnih trenutkih, potrebujemo nekakšen »skupni imenovalac«, ki omogoča čim lažjo primerjavo. Ta skupni imenovalac pa je sedanja vrednost (Mramor, 1993, str. 196). Modeli, ki so predstavljeni, so sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov.

Najpomembnejša vloga modelov za vrednotenje nepremičnin je, da določijo oziroma identificirajo nepremičnine, ki so pod- ali precenjene. Sposobnost odkrivanja podcenjenih nepremičnin nam daje možnost doseganja visokih donosov (Brown, Matysiak, 2000, str. 29). V nadaljevanju si bomo pogledali različne modele za vrednotenje nepremičnin, in sicer model brez rasti ter modela s konstantno in periodično rastjo denarnih tokov.

3.1. Model brez rasti

Če želimo izračunati vrednost nepremičnine, ki nam bo določeno število let prinašala anuitete v enakem znesku, uporabimo naslednjo formulo:

$$V = \frac{a \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right]}{r} \quad (3.1)$$

kjer je a denarni tok, ki ga prejemo na koncu vsakega leta, r je diskontna stopnja oziroma pričakovana stopnja donosa, n pa število let, ko prejemo anuitete.

Če želimo izračunati vrednost nepremičnine, ki nam bo neskončno število let prinašala anuitete v enakem znesku, uporabimo naslednjo formulo:

$$V = \frac{a}{r} \quad (3.2)$$

Pri formulah 3.1. in 3.2. smo predvidevali, da anuitete oziroma denarni tok dobivamo na koncu obdobja. Če jih dobivamo na začetku obdobja, moramo obe enačbi pomnožiti s faktorjem $(1+r)$.

3.2. Modela rasti

Ta dva modela upoštevata rast v denarnih tokovih. Še posebno sta pomembna v inflacijskih razmerah, kjer je eden od razlogov za investiranje v ohranjanju kupne moči investicije. Glede na to, da je nepremičnina kot oblika naložbe dobra zaščita pred izgubo kupne moči v inflacijskem okolju, bi morala biti pomembna komponenta v premoženju mešanih naložb. Pogledali bomo dve različici modelov rasti. Prva je model s konstantno rastjo denarnih pritokov, druga pa s periodično.

3.2.1. Model s konstantno rastjo

Ta model omogoča, da denarni tok raste po konstantni letni stopnji. Formula za vrednotenje nepremičnine po tem modelu se imenuje *Gordonov model rasti*². Vrednost nepremičnine tako izračunamo:

$$V = \frac{a}{r - g} ; r > g \quad (3.3)$$

kjer je g stopnja rasti denarnega toka, ki ga v tem primeru prejemo v neskončnost. Zelo pomemben je pogoj, da mora biti $r > g$, sicer bi dobili negativno vrednost nepremičnine, kar ni smiselno. Če sta r in g enaka, pomeni, da dobimo neskončno veliko vrednost.

Če se denarni tok pojavlja samo določeno število obdobji n , je formula za izračun vrednosti nepremičnine takšna:

² Gordonov model rasti je dobil ime po ekonomistu, ki je prvi razvil model konstantne rasti denarnega toka.

$$V_n = \frac{a}{(r - g)} \left[1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + r)^n} \right] \quad ; r > g \quad (3.4)$$

3.2.2. Model s periodično rastjo

Ta model omogoča, da denarni tok raste periodično. To pomeni, da vsake toliko let ponovno ocenimo denarni tok. Vrednost nepremičnine, ki nam prinaša denarni tok, ki raste periodično, izračunamo po naslednji formuli:

$$V = \frac{a}{r} \left[\frac{(1 + r)^p - 1}{(1 + r)^p - (1 + g)^p} \right] \quad ; r > g \quad (3.5)$$

kjer je p število let med dvema ponovnimi ocenitvama denarnega toka.

Če se denarni tok pojavlja samo določeno število obdobj n , je formula za izračun vrednosti nepremičnine takšna:

$$V = \frac{a}{r} \left[\frac{(1 + r)^p - 1}{(1 + r)^p - (1 + g)^p} \right] \left[1 - \frac{(1 + g)^{np}}{(1 + r)^{np}} \right] ; r > g \quad (3.6)$$

Če je ocenjevalec vrednosti nepremičnin sposoben oceniti pričakovano stopnjo donosa (r) in stopnjo rasti (g), lahko izračuna vrednost nepremičnine. Če je namenjena prodaji, lahko dobljeno vrednost primerja s ponudbeno ceno na trgu in tako ugotovi, ali je nepremičnina pre- ali podcenjena.

4. ODLOČITVENI INVESTICIJSKI KRITERIJI

Investicije v nepremičnine so dolgoročne naložbe, zato jih je treba finančno natančno načrtovati in jih analizirati. V nadaljevanju je predstavljenih šest različnih investicijskih kriterijev, po katerih se odločamo o investiciji.

4.1. Doba povračila

Pomeni število let, v katerem se povrne začetni znesek naložbe brez upoštevanja časovne vrednosti denarja. Kriterij za odločitev med različnimi investicijskimi projekti je čim krajša doba povračila. Prednost te metode je, da lahko do določene mere sklepamo o likvidnosti projekta, slabost pa, da ne upošteva denarnih tokov po trenutku povračila niti časovne vrednosti denarja.

4.2. Diskontirana doba povračila

Ta metoda odpravlja eno od slabosti prejšnje, in sicer časovno vrednost denarja. Kriterij za odločitev med različnimi investicijskimi projekti je čim krajša doba povračila diskontiranih

denarnih tokov. Razen časovne vrednosti denarja ima ta metoda vse prednosti in slabosti enake kot prejšnja.

4.3. Neto sedanja vrednost (NSV)

To je metoda ocenjevanja investicijskih projektov z uporabo tehnike diskontiranih denarnih tokov. Diskontno stopnjo lahko določimo po več različnih metodah³, v splošnem pa jo imenujemo oportunitetni strošek kapitala ali zahtevana stopnja donosa. Če želimo izračunati NSV investicijskega projekta, moramo najprej opredeliti vse pričakovane denarne tokove, poiškati njihovo sedanjo vrednost z diskontiranjem, sešteti sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov in odšteti investicijske izdatke, nato sprejmemo odločitev.

$$NSV = \sum_{t=0}^n \frac{a_t}{(1 + r_p)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{c_t}{(1 + r_p)^t} \quad (4.1)$$

kjer je a_t pričakovani denarni pritok, c_t je investicijski izdatek in r_p oportunitetni strošek kapitala. Projekt sprejmemo, če je $NSV > 0$. Če je $NSV=0$, je investitor indiferenten do projekta, če pa je $NSV < 0$, je investicijski projekt nesprejemljiv. Prednost te metode je, da upošteva vse pričakovane denarne tokove projekta in časovno vrednost denarja.

4.4. Notranja stopnja donosa (IRR)

Notranja stopnja donosa IRR (ang. Internal Rate of Return) je diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost pričakovanih denarnih pritokov s sedanjo vrednostjo vseh investicijskih izdatkov, kar pomeni, da je $NSV=0$.

$$\sum_{t=0}^n \frac{c_t}{(1 + IRR)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{a_t}{(1 + IRR)^t} \quad (4.2)$$

kjer je a_t pričakovani denarni pritok, c_t je investicijski izdatek, IRR pa notranja stopnja donosa. Če je $IRR > r_p$ (oportunitetni strošek kapitala), je investicijski projekt sprejemljiv, sicer pa ne. Prednosti te metode so, da upošteva vse pričakovane denarne tokove projekta, je relativna mera in daje informacije o varnosti projekta. Njena slabost pa je, da ni 100-odstotno zanesljiv kriterij za odločanje.

Težave notranje stopnje donosa se pojavijo pri medsebojno izključujočih se projektih, kjer se postavi vprašanje, ali upoštevati kriterij NSV ali IRR. To se zgodi, ko se krivulji NSV projektov med seboj sekata. Težave z IRR se pojavijo zaradi različnega obsega možnih naložb in različne časovne razporeditve denarnih tokov. Vzrok za težave pa pomeni diskontiranje denarnih tokov z IRR, čeprav mora diskontna stopnja izražati zahtevano donosnost naložbe oziroma oportunitetni

³ Diskontno stopnjo lahko določimo na več načinov. Možni načini so uskupinjevanje sredstev glede na tveganje (ang. Risk grouping), razmerje tveganja posameznega projekta glede na povprečno tveganje podjetja (ang. Risk ratios), APT (ang. Arbitrage Pricing Theory), WACC (ang. Weighted Average Cost of Capital), CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model) (Brown, Matysiak, 2000, str. 175-184). Zaradi specifičnih značilnosti nepremičnin kot oblike finančne naložbe pa je smiselno za določanje diskontne stopnje oziroma zahtevane stopnje donosa uporabljati predvsem metodo primerljivih nepremičnin (ang. The Survey Approach) (Damodaran, 1996, str. 469-472).

strošek kapitala. Vzrok za težave tiči tudi v domnevi o reinvestiranju denarnih prejemkov po IRR do konca življenjske dobe projekta.

4.5. Popravljen notranja stopnja donosa (MIRR)

Ker se je v praksi izkazalo, da investitorji raje uporabljajo kriterije, izražene relativno (IRR), kot kriterije, izraženo absolutno (NSV), se z metodo popravljen notranje stopnje donosa MIRR (ang. Modified Internal Rate of Return) odpravijo nekatere pomanjkljivosti metode IRR, še vedno pa se ohrani relativnost kriterija za odločanje. MIRR je opredeljena kot diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost investicijskih izdatkov (diskontna stopnja, s katero diskontiramo investicijske izdatke, je odvisna od tveganja projekta) s sedanjo vrednostjo končne vrednosti (do konca življenjske dobe projekta) denarnih pritokov. Končno vrednost denarnih pritokov dobimo tako, da izračunamo prihodnje vrednosti denarnih pritokov projekta, pri čemer stopnja reinvestiranja ni nujno enaka IRR.

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n c_t (1 + r_p)^{n-t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1 + r)^t}}} - 1 \quad (4.3)$$

kjer je c_t pričakovani denarni pritok, r_p je reinvesticijska stopnja, I_t je investicijski izdatek in r diskontna stopnja, ki je odvisna od tveganja projekta. Če je $MIRR > r_p$, je investicijski projekt sprejemljiv, sicer pa ne. Prednost te metode je, da je boljši kriterij kot IRR, ker upošteva donosnost reinvestiranja v višini oportunitetnih stroškov kapitala, upošteva vse pričakovane denarne tokove, je relativna mera in dobra informacija o varnostni meji projekta. Slabost te metode pa je, da sicer vedno da enake rezultate kot NSV, razen kadar gre za velike razlike v obsegu investicije pri medsebojno izključujočih se projektih.

4.6. Indeks donosnosti (PI)

Nastanek indeksa donosnosti je posledica slabosti IRR. Indeks donosnosti PI (ang. Profitability Index) kaže relativno donosnost oziroma sedanjo vrednost pričakovanih denarnih pritokov (»koristi«) glede na sedanjo vrednost ene denarne enote pričakovanih denarnih odtokov (»stroškov«).

$$PI = \frac{PV_{koristi}}{PV_{stroškov}} = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{c_t}{(1 + r_p)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1 + r_p)^t}} \quad (4.4)$$

kjer je c_t pričakovani denarni pritok, I_t je investicijski izdatek in r_p oportunitetni strošek kapitala. Če znaša indeks donosnosti več od 1, je investicijski projekt sprejemljiv, sicer pa ne. Prednost te metode je, da upošteva vse pričakovane denarne tokove projekta in je relativna mera. Slabost je, da pri velikih razlikah v obsegu investicij pri medsebojno izključujočih se projektih ne da enakega rezultata kot NSV.

Pregled vseh odločitvenih investicijskih kriterijev lahko sklenemo s tem, da je kriterij NSV med obravnavanimi najustreznejši. Kriterij dobe povračila uporabljamo manj, čeprav nam posreduje določene informacije. Poleg NSV uporabljamo še kriterij IRR, čeprav moramo paziti na njegove pomanjkljivosti in jih odpravljati z uporabo kriterija MIRR.

Če želimo, da nam bodo rezultati izračunov, ki smo jih prikazali, dali uporabne informacije, moramo čim bolj natančno oceniti inpute, ki jih bomo uporabljali tako v modelih za vrednotenje kot pri izračunih investicijskih kriterijev. Potrebni inputi so ocena ustreznih denarnih tokov, ustreznih diskontnih stopenj oziroma zahtevanih stopenj donosa, časa in gotovosti pričakovanega denarnega toka.

4.7. Ocena ustreznih denarnih tokov

Oceniti moramo edine ustrezne denarne tokove, ki jih imenujemo inkrementalni denarni tokovi. To so tisti denarni tokovi, ki pokažejo razliko med denarnimi tokovi podjetja z ocenjevanim projektom ali brez njega. Upoštevani morajo biti samo tisti elementi, ki vplivajo na denarni tok podjetja ob morebitnem sprejetju projekta.

V primeru investicije v nepremičnino je treba čim bolj natančno opredeliti začetni investicijski izdatek, narediti je treba projekcijo denarnih tokov oziroma dohodkov, ki nam jih bo nepremičnina prinašala, in oceniti denarni pritok od prodaje nepremičnine na koncu investicijskega obdobja.

Pri oceni denarnih tokov, ki nam jih bo nepremičnina prinesla, moramo upoštevati osnovno najemnino in hkrati tudi prilagoditve najemnine z indeksom cen življenjskih potrebščin (ICŽP). V inflacijskem okolju bo namreč realna vrednost najemnine lahko vsako leto padala, zato moramo vsako leto višino najemnine prilagoditi rasti ICŽP. Treba je tudi omejiti operativne stroške, ki bremenijo lastnika nepremičnine, torej tistega, ki jo daje v najem. Omejitev operativnih stroškov pomeni določitev zgornje meje zneska stroškov, ki jih bo plačeval lastnik. Vsak presežek meje operativnih stroškov bo bremenil najemnika. Upoštevati moramo tudi obdobja, ko nepremičnina ne bo zasedena, oziroma obdobje, ko bomo iskali novega najemnika. Prilagoditev ICŽP ni nujna za celoten odstotek zvišanja indeksa, ker smo že z določitvijo zgornje meje operativnih stroškov preprečili dvig stroškov kljub inflaciji (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 308-319).

5. TVEGANJE IN DONOSNOST NEPREMIČNIN

V tem poglavju bomo najprej opredelili, kaj tveganje je, in si pogledali vrste tveganj, s katerimi se spopadajo investitorji. Na graf zahtevane donosnosti v odvisnosti od tveganja bomo razvrstili različne investicijske razrede in pogledali, kako merimo tveganje posamezne investicije in premoženja. Predstavili bomo ocenjevanje zahtevane donosnosti investicije v nepremičnino, nepremičnino kot obliko finančne naložbe bomo vključili tako v nepremičninsko kot v mešano premoženje in pogledali, kakšen ima vpliv na razpršenost in tveganje. Na kratko bomo tudi predstavili nepremičninske investicijske sklade.

5.1. Opredelitev tveganja

Tveganje obstaja med nepremičninami, ker investitorji nimajo zmožnosti točnih napovedi o prihodnosti. Tveganje je prisotno takrat, ko prihodnji denarni tokovi niso poznani z gotovostjo, temveč samo z verjetnostno porazdelitvijo. Tveganje je torej verjetnost, da se bo dejanski donos razlikoval od pričakovanega.

Investitorje razdelimo glede na njihov odnos do tveganja v tri skupine, in sicer:

- Investitorji, ki so tveganju naklonjeni. Bolj tvegane naložbe jim prinašajo večjo koristnost.
- Investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni. Manjše tveganje jim prinaša večjo koristnost.
- Investitorji, ki so do tveganja indiferentni. Pri oceni investicijskega projekta ga ne upoštevajo.

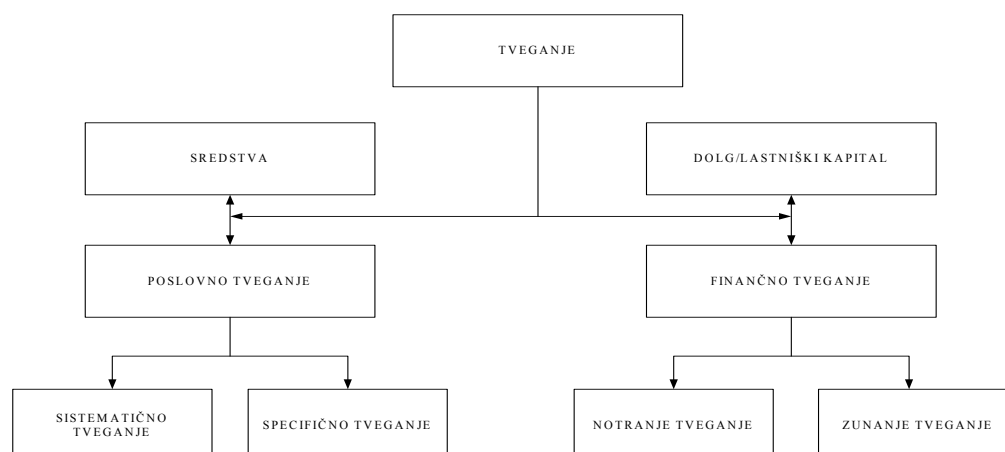
Večina investorjev je tveganju nenaklonjena. Med dvema naložbama se odločajo tako, da izberejo tisto, ki ima pri enakem pričakovanem donosu manjše tveganje, ali tisto, ki pri enakem tveganju omogoča večji pričakovani donos.

5.2. Vrste tveganja

Ena od definicij tveganja torej pravi, da je tveganje varianca pričakovanih donosov. Če je investicija popolnoma netvegana, je varianca pričakovanih donosov enaka 0, kar pomeni, da je donos zagotovljen. Če pa se investitor odloči za tvegano investicijo, iz tega izhaja, da pričakuje večji donos. Vsak donos, ki je večji od donosa za netvegano naložbo, je premija za tveganje, ki si jo prilasti investitor, ker nosi večje breme tveganja. Večje torej kot je tveganje investicije, večji je pričakovani donos oziroma večja je premija za tveganje.

Celotno tveganje investicije je sestavljeno iz več vrst tveganj. Ena od delitev tipov tveganja je prikazana na spodnji sliki.

Slika 1: Vrste tveganja



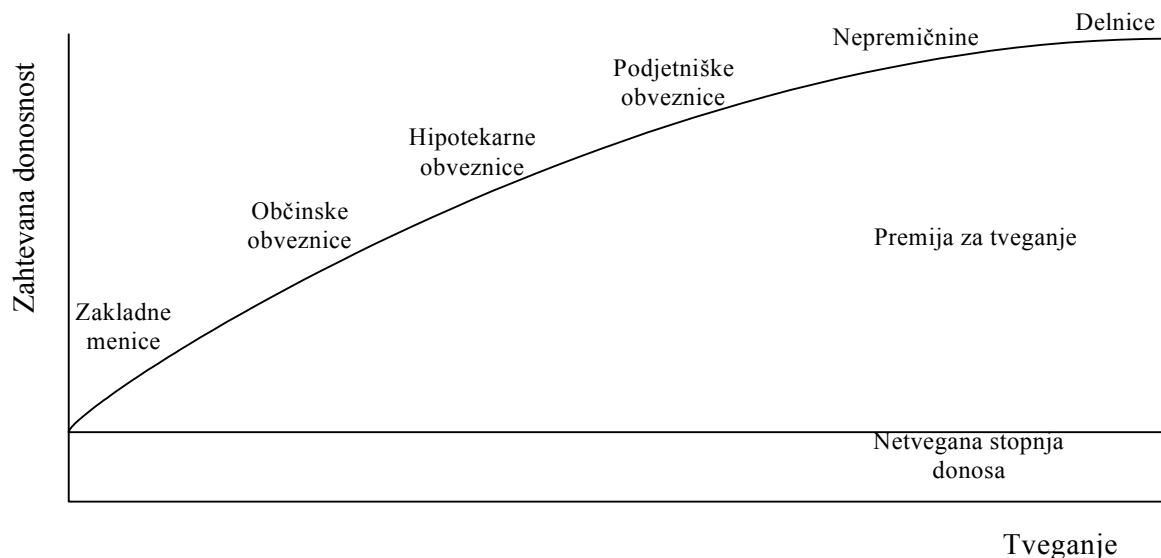
Vir: Pyhrr et al., 1989, str. 250.

Poslovno tveganje je verjetnost, da zahtevana stopnja donosa na vloženi kapital ne bo uresničena. Kot je prikazano na sliki, lahko poslovno tveganje razdelimo na sistematično in specifično. *Sistematično tveganje* imenujemo tudi tržno tveganje. To je tveganje, ki ga z večanjem premoženja ne moremo razpršiti in vpliva na vsa sredstva do določene stopnje. Dejavniki, ki vplivajo na donosnost in pomenijo sistematično tveganje, so: splošni ekonomski pogoji, spremembe v obrestnih merah, davki. Druga oblika poslovnega tveganja je *specifično tveganje*. To je tveganje, ki ga lahko razpršimo z oblikovanjem dovolj velikega premoženja in investitor ni upravičen do premije zanj. Dejavniki, ki vplivajo na donosnost investicije in pomenijo specifično tveganje pri nepremičninah, so: najemnik, kakovost nepremičnine, deprecijacija, pravne omejitve. Pod kakovost nepremičnine se razume tako mikro- kot makrolokacija nepremičnine. Makrolokacija je lokacija glede na urbano območje (na primer Šiška, Vič, Bežigrad ipd.), mikrolokacija pa pomeni lego nepremičnine (na primer južna, severna stran). Kakovost nepremičnine določajo tudi urbanističnooblikovalski vidiki naselja (vrednost stanovanja v stolpnici je manjša od stanovanja v trinadstropnem bloku), komunalna infrastruktura naselja (garaža pod blokom, dostop z dvigalom, otroška igrišča in igrišča za rekreacijo), velikost, struktura in funkcionalnost nepremičnine ter kakovost in funkcionalnost vgrajenih materialov in naprav.

Finančno tveganje se nanaša na tveganje, ki nastane zaradi dolžniškega financiranja investicije. Pomeni verjetnost nedoseganja zahtevane stopnje donosnosti na lastniški kapital kot posledica investitorjeve verjetnosti poravnavanja obveznosti do dolžniškega dela financiranja investicije. Finančno tveganje spodbudi pri investitorju povpraševanje po dodatni premiji za tveganje. Je tveganje, ki pomeni problem likvidnosti oziroma solventnosti in ga lahko povzročijo tako zunanji kot notranji faktorji. *Notranje finančno tveganje* pomeni zmožnost investicijskega projekta, da generira dovolj denarnih sredstev za servisiranje dolga. Na drugi strani pa je *zunanje finančno tveganje* povezano z zmožnostjo investitorja, da pridobi denarna sredstva na denarnem trgu ali od drugih zunanjih virov (bančna posojila, dodatni lastniški kapital).

Zahtevana donosnost različnih finančnih naložb je odvisna od tveganja, ki ga posamezna vrsta naložbe nosi. Ugotoviti moramo vir razlik v tveganju pri različnih investicijskih razredih, da lahko ugotovimo, katere značilnosti tveganja razlikujejo investicije v nepremičnine od drugih alternativnih oblik investiranja, kot so delnice, različne vrste obveznic in zakladne menice. Na spodnji sliki je prikazano razmerje med stopnjami donosov in tveganja različnih investicijskih razredov.

Slika 2: Tveganje in zahtevana donosnost finančnih naložb



Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 326.

5.3. Merjenje tveganja

Tveganje posamezne investicije merimo z varianco in standardnim odklonom. Merita tveganje ki kaže, koliko se dejanske stopnje donosa razlikujejo od pričakovane. Bolj ko se razlikujejo, večje je tveganje. Uporaba variance in standardnega odklona kot mere tveganja sta smiselna takrat, ko se možne stopnje donosov porazdeljujejo normalno. Formula za izračun variance (σ^2) in standardnega odklona (σ) je takšna:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - E(r))^2 \cdot p_i \quad (5.1)$$

kjer je $E(r)$ pričakovana stopnja donosa⁴, p_i je verjetnost možne stopnje donosnosti r_i .

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad (5.2)$$

Če pričakovani stopnji donosa dveh potencialnih naložb nista enaki, je za primerjavo tveganja dveh naložb ustrezneje uporabiti koeficient variacije, ki pomeni delež standardnega odklona v pričakovani stopnji donosa oziroma delež tveganja na enoto donosnosti.

$$KV = \frac{\sigma_i}{E(r_i)} \quad (5.3)$$

Tveganje premoženja opredeljujemo prek kovariance ($Cov_{1,2}$) oziroma korelacijskega koeficienta ($R_{1,2}$) med sestavinami premoženja. Tveganje premoženja ni povprečje tveganj posameznih naložb v premoženju, ampak je manjše. Možno bi bilo namreč sestaviti premoženje tveganih naložb, ki bi bilo samo netvegano. Tako korelacija med naložbami, ki jih združimo v premoženje, definira tveganje premoženja. Korelacijski koeficient lahko zavzame vrednosti med

⁴ Pričakovana stopnja donosa je tista stopnja donosa, ki je najbolj verjetna oziroma je tehtano povprečje možnih stopenj donosa. Izračunamo jo kot vsoto zmnožkov verjetnosti nastopa (p_i) možne stopnje donosnosti r_i . $E(r) = \sum p_i \cdot r_i$.

-1 in 1 in pove, kako se bodo gibale donosnosti dveh naložb. Če je $R_{1,2} > 0$, to pomeni pozitivno korelacijo, torej se bo donosnost dveh naložb spreminjala v enaki smeri. Če je $R_{1,2} < 0$, to pomeni negativno korelacijo in se bodo donosnosti dveh naložb spreminjale v nasprotni smeri. Če sta dve naložbi popolnoma pozitivno korelirani in je $R_{1,2}=1$, ne zmanjšamo tveganja premoženja. Če sta dve naložbi popolnoma negativno korelirani, pomeni, da je $R_{1,2}=-1$, bomo premoženje popolnoma razpršili – torej bo popolnoma netvegano.

$$Cov_{1,2} = \sum_{i=1}^n p_i \cdot [r_{1,i} - E(r_1)] \cdot [r_{2,i} - E(r_2)] \quad (5.4)$$

$$R_{1,2} = \frac{Cov_{1,2}}{\sigma_1 \cdot \sigma_2} \quad (5.5)$$

5.4. Ocena diskontnih stopenj oziroma zahtevanih stopenj donosa

Ustrezna diskontna stopnja mora izražati naslednja nadomestila oziroma premije (Cirman et al., 2000, str. 24):

- **nadomestilo za časovno vrednost denarja**, ki pomeni obrestno mero za netvegane naložbe;
- **premijo za tveganje**, ki pomeni verjetnost, da pričakovani prihodki ne bodo uresničeni;
- **premijo za nelikvidnost**, ker so nepremičnine nelikvidna naložba, ki je ne moremo hitro zamenjati za denar, ne da bi izgubili nekaj vrednosti;
- **nadomestilo za upravljanje z naložbo**, kadar je pri poslovanju z nepremičnino veliko upravljalskega dela;
- **nadomestilo za možnost spremembe pričakovane vrednosti nepremičnine**. Če se poveča vrednost nepremičnine zaradi inflacijskih gibanj ali sprememb v okolju, je treba glede na pričakovano povečanje zmanjšati diskontno stopnjo. Če pričakujemo zmanjšanje vrednosti nepremičnine, moramo povečati diskontno stopnjo⁵.

Že pri računanju NSV smo povedali, da lahko diskontno stopnjo, ki smo jo imenovali oportunitetni strošek kapitala oziroma zahtevano stopnjo donosa, ocenimo na več načinov. V nadaljevanju si bomo natančneje pogledali dva možna, tretji pa je le nekakšno nadaljevanje prvih dveh.

5.4.1. Model določanja cen dolgoročnih naložb – CAPM

Model CAPM lahko uporabljamo za vse vrste sredstev, tako za vrednostne papirje kot za nepremičnine. Je najpomembnejši model za določanje zahtevane donosnosti posamezne naložbe oziroma model določanja cen dolgoročnih naložb, čeprav temelji na precej nerealnih domnevah. Nekatere izmed njih so (Pike, Neale, 2003, str. 350):

- Vsi investitorji nameravajo maksimizirati pričakovane koristi.
- Vsi investitorji delujejo v enakem časovnem obdobju ne glede na njegovo dolžino.
- Vsi investitorji lahko posojajo in si izposojajo neomejene vsote po podobnih obrestnih merah.
- Ni transakcijskih stroškov (pri nepremičninah so namreč zelo visoki).

⁵ Spremembo vrednosti nepremičnine lahko vključimo tudi v denarne tokove prek najemnine.

- Na trgu obstaja homogenost (povedali smo že, da so nepremičnine zelo heterogene).
- Vse oblike naložb so deljive (kar pa za nepremičnine ne velja, saj ne moremo kupiti le dela stanovanja, ampak celo).

Enačba, ki kaže razmerje med pričakovano donosnostjo in tržnim tveganjem posamezne naložbe (β_p), je:

$$E(r_p) = r_f + \beta_p [E(r_m) - r_f] \quad (5.6)$$

$$\beta_p = \frac{\text{Cov}_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (5.7)$$

kjer je $E(r_p)$ pričakovana stopnja donosnosti projekta, r_f je stopnja donosa za netvegano naložbo, $(E(r_m) - r_f)$ je pričakovana tržna premija za tveganje (nagrada za prevzemanje tržnega oziroma sistematičnega tveganja, ki se ga ne da odpraviti z razpršitvijo) in β_p je tržno oziroma sistematično tveganje in je mera kovariance. β_p kaže na povezanost med gibanjem donosnosti določene naložbe in donosnostjo tržnega premoženja. Meri prispevek posamezne naložbe k tveganju tržnega premoženja. Če se β_p približuje vrednosti 0, je gibanje donosnosti določene naložbe malo povezano s splošnim gibanjem donosnosti finančnih naložb oziroma tržnega premoženja. Če se β_p približuje vrednosti 1, se donosnost naložbe spreminja enako kot donosnost tržnega premoženja, če pa je vrednost večja od 1, donosnost določene finančne naložbe variira bolj intenzivno kot tržno premoženje. Teoretično je možna tudi negativna vrednost β_p , kar pa pomeni, da bi donosnost naložbe padala, ko bi donosnost tržnega premoženja naraščala.

Sredstva, ki bodo imela nizek koeficient β , bodo imela nizke pričakovane donose in visoko vrednost. Tista sredstva pa, ki bodo imela visok koeficient β , bodo upravičena do visokih pričakovanih donosov in bodo imela manjšo vrednost.

Model CAPM formalno lahko priredi zahtevano donosnost vsakega sredstva njegovemu tveganju. Zaradi svojih lastnosti je zato zelo uporaben pri optimizaciji premoženja.

Treba je še poudariti, da se pri računanju zahtevane donosnosti nepremičnin srečamo s težavami pomanjkanja podatkov. Nepremičnine so heterogene, razmeroma slabo likvidne, podatki o trgovanju z njimi težko dostopni, ocene vrednosti so pogosto preveč subjektivne. Koeficient β lahko za posamezne delnice namreč preprosto ocenimo, saj so podatki o cenah delnic dostopni v precej širokem časovnem obdobju, kar pa za cene nepremičnin ne velja. Za oceno zahtevane donosnosti nepremičnin se navadno uporablja indeks cene delnic nepremičninskih podjetij. To so najpogostejše nepremičninski investicijski skladi. Problem pa je, da nepremičnine, ki so last teh skladov, niso nujno reprezentanti nepremičninskega trga, zato se pojavljajo razlike med donosi skladov in donosi neposrednih investicij v nepremičnine. Za nepremičninske investicije je zato CAPM model tak:

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_j (r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{jt} \quad (5.8)$$

kjer je α_j konstanta, r_{jt} je donosnost naložbe v nepremičnino, r_{mt} je donosnost tržnega premoženja (delniškega indeksa nepremičninskega sklada), r_{ft} je stopnja donosa za netvegano naložbo, ε_{jt} pa je statistična napaka.

Povedali smo že, da model CAPM temelji na domnevah, ki so še posebno nerealne za nepremičnine. Pri njih se pri njegovi uporabi pojavi tudi problem, da so nepremičnine izpostavljene tudi drugim vrstam tveganja, ki za druge finančne naložbe niso značilne, in bi lahko vplivale na tveganje in zahtevano donosnost nepremičnin. Te so (Damodaran, 1996, str. 467-469):

- Naložba v nepremičnine zahteva razmeroma veliko kapitala, kar lahko investitorja ovira pri učinkoviti razpršitvi. Tako bi uporaba modela CAPM, ki domneva, da je lahko nagrajeno le sistematično tveganje, vodila v podcenjenost tveganja.
- Velika kritika modela CAPM se nanaša tudi na domnevo likvidnosti. Nepremičnine so dosti slabše likvidne od drugih finančnih naložb, transakcije se pojavljajo le redko, transakcijski stroški so višji in tudi kupcev in prodajalcev je manj. Manjša likvidnost pa pomeni večje tveganje.
- Nepremičnine so nemobilne, zato so mnogo bolj izpostavljene lokalnim zakonom kot druge oblike finančnih naložb.
- Investicije v nepremičnine pogosto zahtevajo specifične informacije o lokalnih okoliščinah oziroma pogojih, ki jih je težko pridobiti oziroma to zahteva razmeroma visoke stroške.

Zaradi naštetih pomanjkljivosti modela CAPM je za nepremičnine morda bolj smiselno uporabljati alternativno metodo določanja diskontne stopnje oziroma zahtevane stopnje donosa, in sicer metodo primerljivih nepremičnin.

5.4.2. Metoda primerljivih nepremičnin

Metoda primerljivih nepremičnin (ang. Survey Approach) poteka tako, da se ustrezne diskontne stopnje pridobi s pregledom zahtevanih donosnosti investicij v različne tipe nepremičnin potencialnih investorjev v nepremičnine. Ta metoda se opira na naslednje temelje (Damodaran, 1996, str. 469-470):

- Metoda ne temelji na abstraktnih modelih tveganja in donosnosti, ki zanemarjajo tista tveganja, ki so edinstvena na nepremičninskem trgu, ampak temelji na dejanskih željah investorjev po donosih.
- Metoda omogoča oceno ustrezne diskontne stopnje oziroma zahtevane stopnje donosa za specifične kategorije nepremičnin po regijah in tipih investorjev brez zahteve po odvisnosti od prejšnjih cen, kot to zahtevajo modeli tveganja in donosnosti.

Ta metoda pa ima pri svoji uporabi tudi določene pomanjkljivosti, in sicer (Damodaran, 1996, str. 470-471):

- Različni investitorji zahtevajo oziroma si želijo različne stopnje donosa za isti razred nepremičnin. Tako ni jasno, katera stopnja donosa je prava.
- Pristop zanemari tveganje, čeprav ga popolnoma ne izniči. Investitorji namreč zahtevajo za različne razrede nepremičnin različne donose glede na to, kako zaznavajo tveganje investicije v te nepremičnine.
- Pristop deluje dobro le pri majhnem številu razmeroma homogenih investorjev na trgu, v zadnjem času pa jih je vse več in postajajo vse bolj heterogeni.

Obstajajo pa določene prednosti uporabe modela pri ocenjevanju zahtevane stopnje donosa, ki temelji na merjenju tveganja, pred uporabo metode primerljivih nepremičnin. Prednost se kaže v

zvezi, ki je značilna za model CAPM, in sicer da bo običajno pričakovani donos tvegane naložbe z njegovo uporabo presegel donos netvegane naložbe (v primeru da bi bil koeficient β negativen, ta zveza ne drži). Takšne zveze pri metodi primerljivih nepremičnin ni. V modelu CAPM je pričakovana donosnost odvisna od tveganja, to pa je odvisno od vnaprej določenih faktorjev. To omogoča analitiku, da lahko na osnovi predvidevanja določi diskontno stopnjo. V kontekstu modela CAPM je pričakovana donosnost določena s koeficientom β , ki je mera tveganja, in ga je mogoče glede na pričakovanja o spremembah prilagoditi. Takšnega mehanizma pri metodi primerljivih nepremičnin ni. Naslednja prednost uporabe modela CAPM pred uporabo metode primerljivih nepremičnin pa je, da na podlagi uporabe modela lahko tudi še za neznanega investitorja ocenimo diskontno stopnjo (Damodaran, 1996, str. 471).

5.4.3. Strošek lastniškega kapitala in strošek kapitala

Investicije se načelno lahko financirajo z različnimi vrstami kapitala. Ne glede na vrsto kapital nekaj stane. Denarne tokove, ki izhajajo iz investicije v nepremičnino, ki je financirana zgolj z lastniškim kapitalom, moramo diskontirati s stroškom lastniškega kapitala. Če pa je nepremičnina poleg tega financirana tudi z dolžniškim kapitalom, je treba denarne tokove pred poplačilom dolga diskontirati s stroškom kapitala. Strošek kapitala je povprečje stroška lastniškega in dolžniškega kapitala glede na njuna deleža v strukturi financiranja.

$$\text{Strošek kapitala} = \text{strošek lastniškega kapitala} \cdot (E/(D+E)) + \text{obrestna mera} \cdot (D/(D+E))$$

kjer je E delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu, D pa je delež dolga v celotnem kapitalu (Damodaran, 1996, str. 472).

5.5. Nepremičnina kot del nepremičninskega premoženja

Za nepremičnine je značilna heterogenost, zato na njihove donose vplivajo faktorji, specifični za posamezno nepremičnino. To so lokacija, tip najemnika, starost nepremičnine, njeno splošno stanje ipd. Zato so nepremičnine med seboj zelo nizko korelirane (njihov korelacijski koeficient $R_{1,2}$ je zelo nizek). To pa pomeni, da lahko v premoženju, sestavljenem iz nepremičnin, tveganje bistveno zmanjšamo. Korelacija donosov med nepremičninami je odvisna od faktorjev, specifičnih za posamezno nepremičnino. Tveganje nepremičninskega premoženja je tako dosti manjše, kot če bi posamezne nepremičnine, ki so vključene v premoženje, držali ločeno drugo od druge (Brown, Matysiak, 2000, str. 249-252).

V spodnji tabeli je prikazan primer dveh nepremičnin, ki sta zelo nizko negativno korelirani med seboj, in vpliv njunega združenja v premoženje na tveganje.

Tabela 1: Donosi nepremičnin A in B ter njunega premoženja v odstotkih

Leta	A	B	Premoženje
1	0,00	8,00	4,00
2	4,00	5,00	4,50
3	8,00	4,00	6,00
4	2,00	10,00	6,00
5	-1,00	8,00	3,50
6	-10,00	6,00	-2,00
7	-9,00	9,00	0,00
8	-6,00	8,00	1,00
9	0,00	3,00	1,50
10	2,00	-8,00	-3,00
11	-2,00	2,00	0,00
12	10,00	-2,00	4,00
13	4,00	-2,00	1,00
14	8,00	-8,00	0,00
Povprečje	0,71	3,07	1,89
σ	6,09	5,99	2,82
$R_{1,2}$	-0,56		

Vir: Brown, Matysiak, 2000, str. 250.

V zgornji tabeli so poleg letnih donosov navedeni še povprečni donosi in standardni odkloni za obe nepremičnini in premoženje. Iz izračunov lahko vidimo, da je donosnost premoženja, v katerem sta proporcionalno zastopani nepremičnina A in B, enaka povprečnim donosom posamezne nepremičnine. Izračun standardnega odklona (σ), ki meri tveganje, pa kaže, da se je tveganje premoženja zmanjšalo za več kot polovico, kot pa če bi posamezno nepremičnino držali vsako zase. Koristi od razpršitve se pojavijo zato, ker se donosi obeh nepremičnin gibljejo v obratni smeri. Koeficient korelacije med obema namreč znaša -0,56. V praksi bi lahko primer nepremičnin A in B interpretirali kot dve nepremičnini, ki sta na različnih lokacijah, gibanje njunih donosov pa je odvisno od različnih ekonomskih vplivov. Nepremičnina A bi bila lahko trgovski objekt, B pa pisarniški. Če bi obrestne mere v gospodarstvu nenadoma narasle, bi to pomenilo zmanjšanje razpoložljivih sredstev za potrošnjo, kar bi zmanjšalo donosnost trgovskega objekta. Na drugi strani pa bi bili pisarniški prostori zaradi spremembe manj prizadeti. Iz tega sledi, da donosi pisarniške nepremičnine niso korelirani s trgovskim objektom.

Zelo pomemben vidik pri zmanjšanju tveganja in donosih premoženja je tudi velikost premoženja. Večje kot je, večja je razpršenost, bolj se variiranje donosov približuje sistematičnemu tveganju, torej tveganju, ki ga ne moremo razpršiti z večanjem premoženja in pomeni tržno tveganje. Sistematično tveganje lahko zmanjšamo le, če investiramo v sredstva, ki so med seboj zelo nizko ali celo negativno korelirana, kar je jedro Markowitzeve razpršitve (Brown, Matysiak, 2000, str. 249). Investitor lahko zahteva premijo za tveganje za tisti del tveganja, ki ga ne more razpršiti. Za tveganje, ki pa ga je mogoče razpršiti, tako da z večanjem premoženja zmanjšujemo vpliv posamezne naložbe na tveganje premoženja, investitor ne more zahtevati dodatne nagrade s premijo za tveganje. Temu tveganju, kot smo že prej omenili, pravimo specifično tveganje. Popolno razpršenost v praksi zelo težko dosežemo. Učinek povečanja premoženja na tveganje in razpršenost si lahko pogledamo tudi v spodnji tabeli.

Tabela 2: Razpršenost in zmanjšanje tveganja

Število nepremičnin	Celotno tveganje	Sistematično tveganje	Specifično tveganje	% zmanjšanja tveganja	% razpršenosti
1	16,24	4,84	15,50	0,00	8,88
2	11,98	4,84	10,96	26,22	16,31
3	10,17	4,84	8,95	37,35	22,63
4	9,14	4,84	7,75	43,73	28,05
5	8,45	4,84	6,93	47,94	32,77
10	6,89	4,84	4,90	57,58	49,36
20	5,95	4,84	3,47	63,34	66,10
30	5,61	4,84	2,83	65,48	74,52
40	5,42	4,84	2,45	66,59	79,59
50	5,31	4,84	2,19	67,28	82,98
100	5,08	4,84	1,55	68,71	90,70
200	4,96	4,84	1,10	69,44	95,12
500	4,89	4,84	0,69	69,89	97,99
1000	4,86	4,84	0,49	70,05	98,98

Vir: Brown, Matysiak, 2000, str. 346.

Sistematičnega tveganja zaradi nezmožnosti razpršitve ne moremo zmanjšati, zato ostaja ne glede na velikost premoženja enak. Na drugi strani pa se specifično tveganje, kot vidimo, z vključevanjem novih nepremičnin v premoženje zmanjšuje. To je torej dokaz za trditev v prejšnjem odstavku, da velikost premoženja vpliva na tveganje. Iz tabele lahko tudi vidimo, da je največji odstotek zmanjšanja tveganja pri prvih desetih do dvajsetih nepremičninah v premoženju, nato pa vsaka naslednja vključena nepremičnina v premoženje zelo malo prispeva k povečanju razpršenosti. Če bi želeli doseči popolno razpršenost in specifično tveganje spraviti do točke 0, bi torej morali v premoženje vključiti več kot 1000 nepremičnin z različnimi karakteristikami.

Korelacija med sredstvi vpliva tudi na njihovo vrednost. Za tista, ki so negativno korelirana, bomo pripravljeni plačati višjo ceno, saj nam zmanjšujejo tveganje. Večina investorjev je namreč tveganju nenaklonjena. Po takšnih sredstvih se bo zato močno povečalo povpraševanje, to pa bo vplivalo na dvig njihovih cen, seveda če bo takših sredstev relativno malo.

5.6. Nepremičninski investicijski skladi

V prejšnjem poglavju smo videli, da bi morali v nepremičninskem premoženju imeti veliko različnih nepremičnin, če bi hoteli bistveno zmanjšati njegovo tveganje in povečati razpršenost. To pa pomeni ogromne finančne naložbe, ki so za posameznika nedosegljive. Prav nedeljivost nepremičnin je glavni problem, saj ne moremo kupiti le enega dela hiše ali stanovanja, ampak celo.

Nepremičninski investicijski skladi (v nadaljevanju NIS) so tako za posameznika, ki želi svoj denar vložiti v nepremičnine, rešitev. Poznamo več vrst NIS, in sicer glede na način zbiranja sredstev razlikujemo odprte in zaprte NIS, glede na naložbeno politiko pa lastniške, hipotekarne in hibridne NIS. Slednji so mešanica prvih dveh. NIS zbirajo kapital različnih investorjev in ga nalagajo v nepremičnine. Sredstva, ki jih potrebujejo za naložbe, zbirajo na trgu z izdajo delnic in z zadolževanjem. Na drugi strani pa so NIS pomemben vir za financiranje investicij v

nepremičnine. V te sklade vlagajo tako posamezniki kot ustanove, med institucionalnimi investitorji so najpomembnejši zavarovalnice, pokojninski skladi in banke.

Lastniški NIS predstavljajo približno 85 odstotkov tržne kapitalizacije vseh NIS. Delničarji teh skladov imajo premoženje razpršeno med različne vrste nepremičnin, njihovo premoženje pa je visoko likvidno, saj lahko delnice kadarkoli prodajo na eni izmed borz. Pri ocenjevanju donosnosti delnic takšnih skladov je treba biti pozoren na nove izdaje, saj zmanjšujejo donosnost takšne naložbe. Poznamo kar nekaj vrst lastniških NIS, in sicer so to nedoločeni oziroma prazni skladi, ki nimajo natančno določenih investicijskih ciljev, in določeni oziroma nakupni skladi, ki imajo premoženje točno ali pa vsaj deloma določeno, mešani skladi pa so kombinacija določenih in nedoločenih skladov. Poznamo še lastniške NIS s finančnim vzvodom in brez njega, sklade z določeno in z nedoločeno življenjsko dobo, zaprte in odprte sklade (zaprti točno določijo število oziroma vrednost delnic, odprti pa izdajo nove delnice ob zaznavi nove poslovne priložnosti) in pa menjalne sklade, ki pridobivajo premoženje z zamenjavo premoženja za delnice sklada. Naslednja oblika NIS so *hipotekarni NIS*, ki ne posedujejo nepremičnin, ampak kupujejo posojila, zavarovana s hipotekami, včasih pa tudi odobravajo hipotekarna posojila neposredno investitorjem v nepremičnine. Hipotekarna posojila kupujejo na sekundarnem trgu kapitala, njihov vir dobička pa je diskont, s katerim kupujejo posojila od hipotekarnih bankirjev, oziroma obrestna marža (to je razlika med aktivnimi obrestmi, ki jih prejemo iz naslova kupljenih posojil, ter pasivnimi obrestmi, ki jih plačujejo svojim virom sredstev)⁶ (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 661-681).

Kakovosti vlaganja v NIS se kažejo v likvidnosti, varnosti in donosnosti naložb. Skladi so namreč zelo likvidni in s tem so postale likvidne tudi nepremičnine. Investitorji vidijo nepremičnino kot varno naložbo, saj imajo dolgo dobo trajanja in visok potencial ustvarjanja prihodka. Poleg tega z zbranim premoženjem gospodari ustrezno strokovno usposobljen upravitelj, kar pomeni, da kupuje, prodaja, oddaja v najem in vzdržuje nepremičnine tako, da doseže čim večji dobiček (Ivič, 2001, str. 56).

Donosnost NIS lahko primerjamo z donosnostjo drugih finančnih naložb. V daljšem proučevanem obdobju imajo malo višjo donosnost od investicij v obveznice in od direktnih investicij v nepremičnine. Zelo pomembna prednost nepremičninskega sklada je njegov ugoden davčni položaj, ki ima tudi vpliv na večjo donosnost NIS. Ker mora sklad 95 odstotkov dobička razdeliti delničarjem, ne plačuje davka na dobiček. V letošnjem letu so donosi NIS v ZDA močno narasli. Razlog je mogoče iskati v znižanju obrestnih mer v ZDA (izhodiščna obrestna mera znaša približno en odstotek), kar je vplivalo na nagel dvig cen nepremičnin, to pa na močno povečanje donosnosti NIS. V letu 2002 so povprečni letni donosi NIS v ZDA v primerjavi z letom prej narasli za približno 5 odstotkov, do prve polovice letošnjega leta pa so v primerjavi z lanskim letom narasli kar za 21,04 odstotka in s tem presegli delniški indeks S&P 500, katerega povprečni letni donosi so do prve polovice letošnjega leta narasli za 13,73 odstotka. Ogromen porast donosnosti tako delnic NIS kot drugih delniških indeksov⁷ v primerjavi z lanskim letom je zaznati v drugi četrtini letošnjega leta (NAREIT, 2003).

⁶ Več o nepremičninskih investicijskih skladih glej Brueggeman, Fisher, 1997, str. 661-681.

⁷ Donosi delniškega indeksa S&P Utilities so v letu 2002 v primerjavi z letom prej v povprečju padli za 22,10 odstotka, v prvi polovici letošnjega leta pa so v primerjavi z lanskim letom narasli za 52,51 odstotka. Delniškemu indeksu NASDAQ Composite so donosi v lanskem letu padli za 31,53 odstotka, v prvi polovici letošnjega leta pa so narasli za 29,91 odstotka. Prav tako so donosi indeksa S&P 500 v lanskem letu padli za 22,10 odstotka (NAREIT, 2003).

V spodnji tabeli so prikazani korelacijski koeficienti med donosnostmi investicij v lastniške nepremičninske investicijske sklade v ZDA (ang. Equity Real Estate Investment Trust – EREIT) in drugimi investicijskimi sektorji.

Tabela 3: Korelacijski koeficienti med lastniškimi nepremičninskimi investicijskimi skladi in drugimi investicijskimi sektorji⁸ v ZDA za obdobji od januarja 1980 do decembra 1989 ter od januarja 1990 do oktobra 2000

Vrsta investicijskega sektorja	Korelacijski koeficienti	
	januar 1990-oktober 2000	januar 1980-december 1989
NASDAQ Composite	0,29	0,71
NASDAQ 100	0,23	0,68
S&P 500	0,38	0,65
S&P Utilities	0,34	0,37
S&P Technology	0,17	0,55
S&P Financials	0,47	0,49
Državne obveznice	0,25	0,17
Podjetniške obveznice	0,48	0,44

Vir: Jenček, 2001, str. 22.

Iz tabele je razvidno, da je povezava med investicijskimi sektorji močno padla v obdobju januar 1990–oktober 2000 glede na obdobje januar 1980–december 1989. Korelacijski koeficienti med lastniškimi nepremičninskimi investicijskimi skladi in drugimi investicijskimi razredi so razmeroma nizki, kar kaže na to, da lahko z vključitvijo delnic NIS v premoženje razpršimo premoženje in mu zmanjšamo tveganje, ki ga sestavljajo druge delnice in obveznice (NAREIT, 2001). Še vedno pa so korelacijski koeficienti nekoliko višji kot pri neposredni naložbi v nepremičnino. Ko smo govorili o donosnostih NIS smo videli, da so v letu 2002 donosi NIS narasli, na drugi strani pa so donosi delniških indeksov padali. Ti podatki so praktični dokaz za to, da so nepremičninske delnice v dolgoročnem povprečju relativno nizko korelirane⁹ z drugimi delnicami.

V spodnji tabeli je prikazan vpliv vključitve delnic nepremičninskih investicijskih skladov (NIS) na tveganje in donosnost premoženja, sestavljenega iz zakladnih menic, delnic in obveznic, v ZDA.

⁸ Tako kot za nepremičninske investicijske sklade se tudi za merjenje uspešnosti drugih vrednostnih papirjev in naložb izračunavajo indeksi. V tabeli so predstavljeni tipični indeksi, ki se uporabljajo za merjenje uspešnosti finančnih naložb v ZDA. Standard & Poor Corporation (S&P) 500 je dnevni indeks, izračunan za cene navadnih delnic za 500 družb, ki so izbrane v indeks glede na najvišjo tržno vrednost navadnih izdanih delnic, likvidnost in sektor, v katerega spadajo. Indeksi sektorjev S&P 500 so indeksi sektorjev, ki so izračunani na podlagi indeksa S&P 500. Vsaka izmed delnic tega indeksa spada v enega od desetih sektorjev in tako se izračuna indeks za S&P za vsak sektor posebej. Indeks NASDAQ 100 je indeks, v katerega je vključenih 100 največjih podjetij, ki kotirajo na sistemu Nasdaq. Indeks NASDAQ Composite je indeks, ki vključuje več kot 5000 podjetij, ki kotirajo prek sistema Nasdaq.

⁹ Ponavadi so nepremičninske delnice relativno nizko korelirane z drugimi delnicami, v letu 2002 pa je bila korelacija celo negativna.

Tabela 4: Vpliv vključitve NIS v premoženje na tveganje in donosnost v obdobju 1972 - 2000 v ZDA

Sestava premoženja	%	Donosnost (%)	Tveganje (%)
Zakladne menice	10	11,8	11,2
Obveznice	40		
Delnice	50		
Zakladne menice	10	12,0	10,9
Obveznice	35		
Delnice	45		
NIS	10		
Zakladne menice	10	12,2	10,8
Obveznice	30		
Delnice	40		
NIS	20		

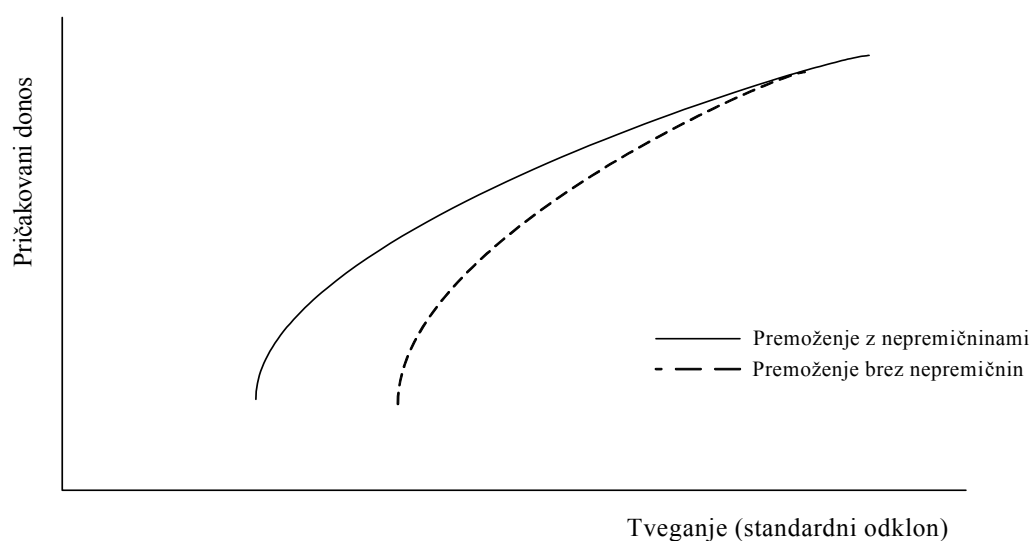
Vir: NAREIT, 2001.

5.7. Nepremičnina kot del mešanega premoženja

Doslej smo nepremičnine obravnavali ločeno od drugih oblik finančnih naložb. Na donosnost premoženja, sestavljenega iz različnih finančnih naložb, vpliva korelacija med donosi različnih naložb. Med druge finančne naložbe štejemo obveznice, delnice, gotovino, zlato ipd. Pomembno je torej pogledati, kakšen je prispevek nepremičnin k donosnosti mešanega premoženja.

Ugotovitve večine analiz, ki so bile izvedene pri korelaciji donosov nepremičnin z drugimi finančnimi naložbami, so pokazale, da so donosi nepremičnin zelo nizkokorelirani z donosi obveznic in delnic. Zato naj bi vključitev nepremičnin v premoženje, ki je že sestavljeno iz obveznic in/ali delnic, ponujala velike koristi od razpršenosti premoženja. Koristi razpršenosti so odvisne od tipov nepremičnin (Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 192). Na spodnjem grafu je prikazan prispevek nepremičnin k učinkovitemu investicijskemu premoženju.

Slika 3: Mejno področje učinkovitega investicijskega premoženja



Vir: Chua, 1999, str. 136.

S slike je razvidno, da premoženje, ki vsebuje nepremičnine, ob enaki zahtevani donosnosti nosi manjše tveganje. To pomeni, da smo z vključitvijo nepremičnine zmanjšali del tveganja. Razlika med zgornjo in spodnjo krivuljo kaže koristi od razpršitve premoženja, ki jih prinašajo nepremičnine. Obstajajo pa seveda na drugi strani sicer redke ugotovitve raziskovalcev, da vključitev nepremičnine v premoženje ne ponuja znatnih koristi od razpršenosti (Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 192).

V analizi, ki je raziskovala povezanost cen nepremičnin in cen delnic, so po podatkih 14 držav v obdobju 1983-1996 ugotovili, da povprečen korelacijski koeficient¹⁰ med spremembo cen komercialnih nepremičnin in donosi delnic znaša 0,202, med vrednostjo nepremičninskih pritokov in donosi delnic pa 0,164. Korelacija je torej v povprečju zelo nizka, kar pomeni, da bo vključitev komercialne nepremičnine v premoženje, sestavljeno iz delnic, prinesla precejšnje koristi od razpršenosti (Quan, Titman, 1999, str. 183).

Analize pa niso pokazale splošnega pravila, kolikšen je optimalen delež nepremičnin v premoženju. Odvisen je od apetitov, ki jih imajo investitorji po tveganju in donosih. V spodnji tabeli je prikazana optimizacija premoženja za različne pričakovane donose premoženja.

Tabela 5: Optimizacija premoženja

	Pričakovani letni donosi premoženja						
	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
četrtni pričakovani donos premoženja (%)	1,94	2,18	2,41	2,64	2,87	3,10	3,33
σ - premoženje z nepremičninami (%)	2,52	2,61	2,81	3,13	3,54	4,06	4,82
σ - premoženje brez nepremičnin (%)	/	3,03	3,19	3,43	3,73	4,11	4,83
% zmanjšanja σ	/	16,1	13,7	9,7	5,3	1,3	0,3
Optimalna sestava premoženja							
delež v nepremičnine (%)	20,7	18,6	18,6	14,8	9,5	4,7	3,7
delež v obveznice (%)	35,7	34,0	32,0	30,9	30,9	34,5	35,6
delež v denar (%)	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1
delež v delnice (%)	13,0	17,4	20,5	26,5	33,0	35,6	38,5
delež v zlato (%)	10,5	9,9	8,8	7,8	6,5	5,1	2,0

Vir: Chua, 1999, str.136.

Iz tabele je razvidno, da je tveganje premoženja, merjeno s standardnim odklonom (σ), manjše, če v premoženje vključimo nepremičnine. V najboljšem primeru ga lahko zmanjšamo za 16,1 odstotka. Alokacija sredstev v nepremičnine se giblje od 3,7 do 20,7 odstotka, odvisno od zahtevane stopnje donosa investitorjev, torej od naklonjenosti tveganju.

Veliko študij je bilo narejenih, ki so potrdile, da donosnost nepremičnin v določeni meri pojasnjujejo tudi makroekonomski dejavniki, kot so obrestna mera, stopnja brezposelnosti in potrošnja, in sicer naj bi pojasnili tudi do 60 odstotkov sprememb v cenah nepremičnin (Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 192).

¹⁰ Povprečen korelacijski koeficient je izračunan kot aritmetična sredina korelacijskih koeficientov 14 držav, ki so bile vključene v analizo. To so Avstralija, Belgija, Francija, Nemčija, Hongkong, Italija, Japonska, Malezija, Nizozemska, Nova Zelandija, Singapur, Španija, Velika Britanija in ZDA. Edina država, ki je imela zelo visok korelacijski koeficient, je Japonska, in sicer je korelacija med spremembo cen komercialnih nepremičnin in donosi delnic znašala kar 0,84.

Zanimivo pa je, da je korelacija med donosi nepremičnin in delnic tako nizka, če makroekonomski dejavniki, kot so gospodarska aktivnost, zaposlenost in obrestne mere, vplivajo na cene nepremičnin in delnic. Na primer ob povečanju investicijskih možnosti v podjetniškem sektorju bodo narasle tudi cene delnic. Povečanje investicijskih možnosti lahko povzroči tudi povečanje realnih obrestnih mer, kar bi vplivalo na zmanjšanje vrednosti podjetniških nepremičnin. Tudi spremembe stroškov delovne sile lahko vplivajo na negativno relacijo med cenami delnic in vrednostjo nepremičnin. Tuja konkurenca na trgu delovne sile lahko zmanjša domačo raven plač, kar povzroči zmanjšanje stroškov delovne sile in torej večje dobičke podjetij. To vpliva na povečanje cen delnic. Zaradi zmanjšanja stroškov delovne sile v sektorju gradbeništva se zmanjšajo stroški gradenj, zato bodo vrednosti nepremičnin padle. Spremembe v cenah delnic in nepremičnin ter njihovih najemnin so močno odvisne tudi od sprememb v bruto družbenem produktu (BDP). S temi argumenti svojo teorijo zagovarjajo tisti, ki trdijo, da vključitev nepremičnin v delniško premoženje ne prinaša večjih razpršitvenih koristi (Quan, Titman, 1999, str. 183). Ti raziskovalci poudarjajo, da so rezultati nizke korelacije med vrednostjo nepremičnin in cenami delnic lahko posledica nekakovostnih podatkov, ki so uporabljeni za izračune. Ker se z nepremičninami ne trguje zelo pogosto, se morajo raziskovalci opirati na indekse cen nepremičnin, ki bazirajo na ocenah vrednosti. Takšni indeksi zato zaradi velikega števila ocenjevanih vrednosti podcenjujejo korelacijo nepremičninskih donosov z delniškimi in drugimi. Posledica tega je, da nepremičnine ne prinašajo tolikšnih razpršitvenih koristi, kot poudarja večina raziskovalcev.

5.7.1. Vpliv stroškov poslovanja s finančnimi naložbami na njihovo donosnost

Pri računanju donosnosti nepremičnin ne smemo pozabiti na visoke transakcijske stroške, davke in provizije upravljalcu (ang. management fee), ki so povezani s poslovanjem z nepremičninami. V spodnji tabeli so prikazane donosnosti nepremičnin, obveznic, gotovine, delnic in zlata pred obračunom davka, transakcijskih stroškov in provizije upravljalcu in po njem, in sicer za pet držav.

Tabela 6: Povprečni četrtletni donosi (v odstotkih) finančnih naložb v obdobju 1978–1997

Oblika naložbe	Francija	Nemčija	Japonska	Velika Britanija	ZDA
Donosnost naložb pred davki, transakcijskimi stroški in provizijo upravljalcu					
Nepremičnine	3,37	1,96	1,69	3,09	2,20
Obveznice	3,25	1,70	1,03	3,44	2,71
Gotovina	2,73	1,40	0,54	2,76	1,78
Delnice	5,23	3,31	1,82	4,86	4,13
Zlato			1,20		
Donosnost naložb po davkih, transakcijskih stroških in proviziji upravljalcu					
Nepremičnine	1,58	0,37	-0,62	2,25	0,81
Obveznice	3,18	1,64	0,96	3,37	2,65
Gotovina	2,56	1,24	0,38	2,60	1,61
Delnice	5,02	2,99	1,51	4,61	3,91
Zlato			1,19		

Vir: Chua, 1999, str. 133.

Iz zgornje tabele lahko vidimo, da se donosnost z upoštevanjem transakcijskih stroškov, davkov in provizije upravljalcu najbolj zmanjša pri nepremičninah, in sicer se zmanjšanje giblje od 0,84 do 2,31 odstotne točke pri četrletnih donosih, kar je ogromno. Že prej smo omenili, da nepremičnine zahtevajo visoke transakcijske stroške (stroški posrednikov in notarjev). Tudi provizije upravljalcu so precej visoke, saj so potrebne obsežne analize, preden se investitor odloči za nakup nepremičnine. Za izvedbo takšnih analiz je treba veliko časa in predvsem specifičnega znanja, za kar je treba upravljalce poplačati. Za posedovanje nepremičnine in trgovanje z njo pa moramo seveda tudi precej denarja odšteti za davke¹¹. Iz tabele lahko tudi razberemo, da izmed izbranih držav nepremičnine prinašajo najvišjo donosnost (po stroških) v Veliki Britaniji. Na splošno lahko rečemo, da po obračunu vseh stroškov nepremičnine niso precej donosna oblika finančne naložbe, na Japonskem prinašajo celo negativne donose, v drugih državah pa zaostajajo tako za delnicami in obveznicami kot gotovino. Lahko bi rekli, da je to posledica visokih stroškov, ki spremljajo poslovanje z nepremičninami.

6. MERJENJE USPEŠNOSTI INVESTICIJSKIH ODLOČITEV

Področje merjenja uspešnosti je precej novo, saj se je na trgu nepremičnin začelo razvijati šele v poznih sedemdesetih letih. Je osnova za vrednotenje odločitev, ki jih sprejme investitor v procesu razvijanja investicijske strategije. Brez kontrole namreč ne moremo reči, ali so bile odločitve dobre ali ne.

6.1. Razlogi za merjenje uspešnosti

Obstajajo trije razlogi, zakaj moramo meriti uspešnost investicijskih odločitev (Brown, Matysiak, 2000, str. 561):

- **Komunikacija.** Komunikacija je pomembna zato, ker morajo biti rezultati doseženega preneseni med delničarje in upravitelje nepremičninskih skladov. Tako se lahko pokaže oziroma dokaže, da so bili doseženi zastavljeni cilji, pregleda se zdajšnja in prihodnja investicijska strategija in svetuje se o spremembah, ki bi jih bilo treba narediti.
- **Odgovornost.** Ker so investicijske odločitve sprejete v korist drugih ljudi, je odgovornost zelo pomembna, če morajo profesionalni svetovalci opravičiti svoje nasvete. Investitor ima namreč dva glavna cilja, ki jima sledi pri sprejemanju investicijskih odločitev. To sta maksimiziranje bogastva in učinkovita alokacija sredstev. Profesionalni svetovalci morajo torej upoštevata ta dva cilja investitorja, ko dajejo nasvete. Svetovalac je odgovoren, če se z merjenjem uspešnosti ugotovi, da njegovi nasveti niso v celoti upoštevali teh ciljev.
- **Raziskovanje.** Z merjenjem uspešnosti lahko dobimo pomembne informacije in jih uporabimo za raziskovalne namene. Merjenje uspešnosti individualnih nepremičnin tako priskrbi osnovo za razvoj podatkovnih baz, ki so potem lahko uporabljene za empirične analize. Takšna podatkovna baza je v izjemno pomoč svetovalcem na področju nepremičnin, saj nosijo izjemno odgovornost za svoje nasvete.

¹¹ Davke, ki so povezani z nepremičninami v Sloveniji, si bomo pogledali v poglavju 7.5.

6.2. Cilji merjenja uspešnosti

Obstajata dva glavna cilja, ki ju merjenje uspešnosti poskuša doseči (Brown, Matysiak, 2000, str. 562):

- **Zunanji cilj.** Ta cilj pokriva merjenje uspešnosti v primerjavi z vnaprej določenimi cilji, ki jih določijo upravitelji investicijskih skladov ali pa so osnovani na trgu. Ta sistem bi moral primerjati uspešnost premoženja z drugimi nepremičninskimi skladi ali z drugimi investicijami. Treba pa je tudi oceniti tveganje nepremičnine v primerjavi z drugimi skladi ali investicijami.
- **Notranji cilj.** Gre za primerjavo donosnosti nepremičnin med seboj. Poskuša se ugotoviti, zakaj je bila ena uspešnejša od druge. Cilj je tudi, da se premoženje preuredi glede na tiste sektorje, ki niso bili uspešni.

Če smo torej morali za nasvete profesionalnega ocenjevalca plačati precejšen znesek, potem je prav, da nadziramo, ali so bili dobri ali ne.

6.3. Rezultati merjenja uspešnosti

Dober sistem merjenja uspešnosti nam bo dal veliko pomembnih informacij, denimo kakšne donose smo dejansko dosegli in kako se lahko primerjajo z drugimi premoženji in sredstvi. Videli bomo, ali smo se ob pravilnem času odločili za nakup nepremičnine in ali smo izbrali pravo. Zelo pomembno je tudi, da vemo, ali lahko donose, ki smo jih dosegli, dosegamo konstantno, iz obdobja v obdobje, ali pa nam s trenutnim premoženjem niso zagotovljeni. Dobiti moramo informacijo o profilu tveganja našega premoženja in o njegovi stopnji razpršenosti. Treba je še ugotoviti, od kod pravzaprav prihajajo naši donosi in ali so rezultat znanja in sposobnosti ali pa smo jih dosegli zgolj po naključju.

6.4. Merjenje donosnosti in primerjava s standardom primerjave

Stopnja donosa je eno od glavnih meril za merjenje uspešnosti investicijskega projekta. Razlogi za njegovo uporabo so (Brown, Matysiak, 2000, str. 210):

- Je merilo, ki ne temelji na velikosti investicije, kar pomeni, da na višino donosa ne vpliva velikost investicijskega izdatka.
- Na stopnji donosa je osnovanih veliko finančnih modelov.
- S statistično porazdelitvijo donosov sredstev lahko opišemo investicijske značilnosti slednjih.

Ko želimo izmeriti, kakšno donosnost lahko dosežemo z investicijo v nepremičnino, ki nam bo v prihodnosti prinašala neki dohodek, imamo na voljo več načinov za izračun. Najosnovnejši je enodobni model po naslednji formuli (Brown, Matysiak, 2000, str. 210):

$$r_p = \frac{P_1 - P_0 + a_1}{P_0} \quad (6.1)$$

kjer je P_1 prodajna cena nepremičnine oziroma njena vrednost ob koncu investicijskega obdobja, P_0 je začetni investicijski vložek oziroma nakupna cena nepremičnine, a_1 pa je dohodek, ki ga

nepremičnina prinaša. Tak izračun je preprost, razmeroma hiter in ne zahteva računalniške obdelave, primeren pa je le za presojo donosnosti investicije v kratkem obdobju, do enega leta. Slabost tega izračuna se namreč kaže v tem, da ne upošteva časovne vrednosti denarja. Zato v primerih, ko imamo dolgoročne investicije, uporabljamo druga merila za merjenje donosnosti. Presojamo jo lahko z notranjo stopnjo donosa (IRR), popravljeno notranjo stopnjo donosa (MIRR), z indeksom donosnosti (PI) ali neto sedanjo vrednostjo (NSV). Postopek izračuna teh kriterijev zahteva računalniško obdelavo in je bolj zapleten. Glede na to, da smo te kriterije že podrobno opredelili v četrtem poglavju, jih tu ne bomo znova.

Primerjati moramo donosnost premoženja z donosnostjo standarda primerjave (ang. benchmark). Izračunane dejanske donosnosti primerjamo s pričakovano donosnostjo:

$$E(r_p) = r_f + \beta_p [E(r_p) - r_f] \quad (6.2)$$

Razlika med enačbama (6.1) in (6.2) nam pove, ali so dejanske donosnosti višje od pričakovanih, ali so nižje, ali pa so se ravno uresničila naša pričakovanja. Nato pogledamo še razliko med donosnostmi standarda, ki smo si ga izbrali za primerjavo, in našimi doseženimi donosnostmi. Pozitivna razlika pokaže, da smo cilj, ki smo si ga zastavili, presegli, negativna razlika pa kaže na nedoseganje zastavljenih ciljev.

Izbira ustreznega standarda primerjave (ang. benchmark)

Benchmark pomeni standard primerjave, ki si ga izberemo za cilj. To je navadno neki indeks, npr. indeks delnic nepremičninskih investicijskih skladov, ki je ex-ante učinkovit. Različni indeksi bodo dali različno rangiranje nepremičnin, zato se je treba odločiti, kateri cilj želimo doseči. Prav je, da tu omenimo problem, ki nastane zaradi razlik v teoriji in praksi. Tak indeks lahko zgradimo samo, če poznamo pričakovane donosnosti in variance vseh nepremičnin na trgu. Če bi bili tega res sposobni, bi lahko zgradili učinkovito premoženje. V praksi pa seveda ne poznamo točnih pričakovanih donosnosti in varianc nepremičnin. Ker lahko te parametre le ocenimo, ne moremo zgraditi učinkovitega indeksa. To pa je razlog, da lahko z merjenjem uspešnosti na trgu identificiramo zmagovalce in poražence. Ker imajo upravitelji med seboj drugačne poglede na pričakovane donosnosti in variance posameznih nepremičnin, je mogoče rangirati uspešnost premoženj in individualnih nepremičnin glede na različne indekse. Zato je pomembno, da si že vnaprej določimo cilj oziroma indeks, ki bo naš standard primerjave, in na njegovi osnovi poskušamo locirati nepremičnine, za katere verjamemo, da so podcenjene in nam bodo prinesle visoke donose (Brown, Matysiak, 2000, str. 577).

7. TRG NEPREMIČNIN V SLOVENIJI

V Sloveniji se je trg nepremičnin začel oblikovati leta 1991. Čeprav je na njem mnogo igralcev, lahko rečemo, da je precej neurejen. Slovenski trg nepremičnin postaja zrelejši in čedalje bolj podoben zahodnim. Ker pa je majhen in s tem izpostavljen in občutljiv, ohranja nekatere posebnosti. Najbolj ga zaznamujejo stanovanjske nepremičnine, zato bo temu delu posvečene največ pozornosti.

7.1. Problemi slovenskega trga nepremičnin

Slovenski nepremičninski trg se srečuje s kar nekaj problemi, ki otežujejo njegovo učinkovito delovanje po tržnih načelih. Pogledali si bomo nekaj večjih, kot so nepopolna evidenca, pomanjkanje uradnih podatkov, problemi na finančnem področju in problemi premajhne ponudbe oziroma prevelikega povpraševanja in s tem izjemno visoke cene nepremičnin, kar velja predvsem za prestolnico.

7.1.1. Evidentiranje nepremičnin

Evidenca nepremičnin na slovenskem nepremičninskem trgu je eden od glavnih problemov tega trga, saj je nepopolna, neažurna, nepovezana, vsebinsko neusklajena, postopki spreminjanja podatkov so dolgotrajni in zamudni, dostopnost do podatkov iz evidenc ne zadošča zahtevam uporabnikov. Sedanje evidence so ovira za upravljanje z nepremičninami in za promet z njimi, ne omogočajo učinkovitega izvajanja davčnih funkcij in ne zagotavljajo pravne varnosti lastnikov nepremičnin in strank v poslih, povezanih z nepremičninami.

Najpomembnejši nepremičninski evidenci v Sloveniji sta zemljiška knjiga, ki jo vodijo na sodiščih, in zemljiški kataster, ki ga vodi Geodetska uprava Republike Slovenije. Obe sta vsebinsko povezani. Določeni podatki se evidentirajo v obeh evidencah, kar povzroči podvajanje podatkov. Podatki zemljiške knjige in katastra so neusklajeni.

Velika pomanjkljivost evidenc je vpis etažne lastnine, saj v preteklosti več kot 90 odstotkov stanovanj ni bilo vknjiženih v zemljiško knjigo. Problem pri vpisu etažne lastnine se pojavlja zato, ker se za vpis lastninske pravice zahtevajo vse listine od tistega, ki je pridobil lastninsko pravico od gradbenega podjetja, ki je nepremičnino zgradilo, z listinami vseh prenosov lastninskih pravic, do zadnjega lastnika. Problem je, da sedanji lastniki etažnih nepremičnin ne razpolagajo z vsemi potrebnimi listinami za vpis (Bevk, 1999, str. 25).

Večjo preglednost podatkov bo omogočil projekt posodobitve evidentiranja nepremičnin, ki poteka zadnja tri leta, vreden pa je 30 milijonov ameriških dolarjev. Financirata ga Svetovna banka in program Phare. Razlogov za urejanje in posodobitev evidenc je kar nekaj:

- Slovenija mora posodobiti podatke o nepremičninah še pred vključitvijo v EU, kajti brez njih prost pretok kapitala ni mogoč. Tujci se bodo odločali za nakupe na našem trgu nepremičnin šele takrat, ko bodo o vsaki nepremičnini lahko dobili uradne podatke. Kot je znano, zdaj ne kažejo dejanskega stanja.
- Obdavčitev nepremičnin je možna le ob predhodnem evidentiranju vseh nepremičnin skupaj s podatki, potrebnimi za izračun davka. Obdavčitev nepremičnin naj bi zagotovila ustrezne prihodke lokalnim skupnostim ter občinam omogočila učinkovitejše gospodarjenje z zemljišči.
- Uspeh nacionalnega stanovanjskega programa je precej odvisen od zakonsko urejenega in nadzorovanega trga nepremičnin, predvsem v povezavi s hipotekami.
- Zaradi pomanjkljivih evidenc o nepremičninah je trg z nepremičninami neurejen in ne zagotavlja varnosti udeležencem v prometu z nepremičninami.
- Projekt posodobitve oziroma urejanja zemljiške knjige predvideva tudi registracijo stanovanj, kar bo kasneje omogočilo nove bančne produkte kot možnosti za financiranje nepremičnin, denimo hipotekarno bančništvo.

7.1.2. Pomanjkanje uradnih podatkov

Uradnih podatkov o cenah, prometu in provizijah (gibale naj bi se od dveh do štirih odstotkov) na slovenskem nepremičninskem trgu doslej ni, zato je po mnenju združenja za poslovanje z nepremičninami pri Gospodarski zbornici Slovenije (GZS) slovenski nepremičninski trg kaotičen. Po dosednji zakonodaji namreč nepremičninske agencije, ki se ukvarjajo s prodajo in preprodajo nepremičnin, teh podatkov niso bile dolžne nikomur sporočati. Aprila letos pa je vlada sprejela **Zakon o nepremičninskem posredovanju**. Ta od nepremičninskih agencij zahteva vodenje evidence opravljenih poslov ter sporočanje podatkov ministrstvu za okolje, prostor in energijo, kar bo počela tudi davčna uprava. Uporabljali jih bodo tudi za analize trga nepremičnin. Po določitvah zakona bodo morale nepremičninske družbe vsak mesec sporočiti ministrstvu za okolje, prostor in energijo podatke o vrsti posla, vrsti nepremičnine, tehnične in identifikacijske podatke o nepremičnini, prodajno ceno oziroma najemnino za kvadratni meter površine. Ker je večina nepremičninskih pogodb sklenjena brez posredovanja nepremičninskih agencij, bo morala ministrstvu poslati podatke tudi davčna uprava, in sicer iz evidence o odmeri, obračunu, izterjavi in knjiženju davka na promet z nepremičninami. Vsi zbrani podatki bodo tako podlaga za oblikovanje ter izvajanje zemljiške in stanovanjske politike, tržno vrednotenje nepremičnin ter analize trga (Turk, 2003, str. 5).

Zakon o nepremičninskem posredovanju naj bi na nepremičninskem trgu uvedel nove standarde za kakovost storitev in s tem dvignil pravno varnost v razmerjih med posrednikom in naročnikom storitve, to je prodajalcem ali kupcem nepremičnine in med posrednikom, na višjo raven. Novi zakon naj bi poleg že omenjenega omogočil normalno poslovanje za obe strani in uveljavil pravila, ki bodo zagotovila pravno varnost za vse, dvig strokovnosti opravljanja nepremičninskih storitev (nujna pridobitev licence za opravljanje dejavnosti), standardizirano povezavo nepremičninskega trga, varovanje osebnih podatkov fizičnih oseb ter poslovnih skrivnosti pravnih oseb (Zakon o nepremičninskem posredovanju - prva obravnava, 2002).

O gibanju cen vemo le, da so cene nepremičnin pri nas v preteklosti rasle. O njih lahko samo sklepamo, kar pa je velika ovira, če želimo ugotoviti, koliko je vredna naša nepremičnina oziroma koliko denarja moramo zbrati za nakup svoje. Podatke o aktualnih cenah nepremičnin in njihovem gibanju lahko dobimo na spletni strani **baze Slonep** ali pa v ponudbah, objavljenih v časopisih. Največja pomanjkljivost tako pridobljenih podatkov je, da se nanašajo na ponudbene cene in ne na cene, po katerih so bile transakcije dejansko izvedene. Ti podatki imajo še eno pomanjkljivost, in sicer premalo enot, da bi lahko po njih sklepali, nepopolno zajetje in sestavo nepremičnin, ki so vključene v zajetje podatkov. Zelo težko je torej ugotoviti, kakšne so dejanske cene na trgu oziroma koliko so ponudbene cene drugačne od dejanskih. Na drugi strani pa lahko podatke o cenah in njihovem gibanju za novogradnje najdemo v **publikacijah statističnega urada**. Tudi ti imajo eno slabost, in sicer se je v zadnjem desetletju pri nas gradilo največ nadstandardnih stanovanj, zato so temu primerno tudi ovrednoteni. Najpopolnejše podatke na sekundarnem trgu nepremičnin ima za zdaj **Davčna uprava Republike Slovenije**, vendar pa je dostop do njih precej omejen pa tudi pogodbene cene se navadno razlikujejo od dejanskih zaradi izogibanja plačevanju davka (Cirman, 2002, str. 4). Vseh zgoraj naštetih težav spremljanja dejanskega stanja na trgu nepremičnin bo vse manj zaradi sprejetja v prejšnjem odstavku omenjenega zakona o posredovanju v prometu z nepremičninami.

7.1.3. Finančno področje

Uspešen sistem financiranja nepremičninskega trga je pomemben za vsako nacionalno gospodarstvo. Nakup lastne nepremičnine je za posameznika velik finančni zalogaj, zato morajo kupci poiskati dolžniške vire financiranja za nakup. Slovenija je v primerjavi z evropskimi državami po obsegu in različnosti finančnih produktov za financiranje stanovanjskega varčevanja in kreditiranja slabo razvita. Slovensko stanovanjsko financiranje pestita dva glavna problema, in sicer (Bevk, 1999, str. 30):

- Nominalne in realne obrestne mere so relativno visoke, kar močno zviša stroške financiranja, česar pa večina potencialnih posojiljemalcev ne zmore.
- Sistem stanovanjskega financiranja v zdajšnji obliki ne zniža stroškov finančnega posredništva. Pri nas tudi ni hipotekarnih obveznic, ki bi ob določenih pogojih to omogočale.

Poslovne banke sicer ponujajo posebna posojila za stanovanjske namene, vendar praviloma ne zadostujejo za nakup stanovanja. Zelo velika pomanjkljivost Slovenije na tem področju je odsotnost pravih hipotekarnih posojil. Slovenske banke namreč ne ponujajo pravih hipotekarnih posojil, gre zgolj za dolgoročne kredite, ki so zavarovani z zastavno pravico na nepremičnini. Pogoji za pridobitev so zelo restriktivni. Pridobi ga lahko le oseba, ki poleg lastništva nepremičnine razpolaga z ustrežno visokimi osebnimi dohodki. Pri tem naj bi bila nepremičnina, s katero se zavaruje vračilo kredita, vredna precej več, kot znaša vrednost kredita, in sicer banke zahtevajo faktor premoženja glede na vrednost kredita nekje med 2 in 3, medtem ko, za primerjavo, nemške banke zahtevajo faktor okoli 1,7. Pri pravem hipotekarnem kreditu pa banke ne zanima strankina kreditna sposobnost, ampak ga odobri glede na premoženje, ki ga stranka ponudi kot garancijo za odplačilo dolga. Da bi tudi v Sloveniji banke pričele ponujati takšne kredite, bi morala država zagotoviti dva osnovna pogoja, in sicer bi morala skrajšati izvršilni postopek in vzpostaviti tak trg nepremičnin, na katerem bi bilo povpraševanje po nepremičninah povezano z donosnostjo vlaganj vanje. Težava hipotekarnega kreditiranja pri nas je trenutno v prepočasnem ukrepanju sodišč. Treba je ažurirati zemljiško knjigo in vpisati etažno lastnino. Nujna je ustrezna zakonodaja, treba je sprejeti zakon o hipotekarnem bančništvu, razviti pa se mora tudi sekundarni trg hipotekarnih kreditov, ki omogoča predčasno poplačevanje obveznosti (Pravi hipotekarci, 2003).

Na drugi strani Stanovanjski sklad RS prek Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (NSVS) omogoča bodočim kupcem stanovanj ugodnejše vire financiranja kot poslovne banke, vendar pa večina varčevalcev sodeluje v NSVS z razmeroma majhnim številom lotov, kar pomeni, da ta sredstva, če ne bodo imeli drugih večjih prihrankov, ne bodo zadostovala za nakup stanovanja¹² (Cirman, 2002, str. 10).

Lizing je še ena od možnih oblik financiranja nepremičnine. Lizing nepremičnin v Sloveniji raste, vendar je ponudnikov lizinga nepremičnin še vedno sorazmerno malo. S pravnega in davčnega vidika je poslovanje z nepremičninami precej zapleteno, dodatno pa to področje zapleta neurejena zemljiška knjiga.

Naložbe v nepremičnine ne vključujejo le naložb v lastna stanovanja, ampak je lahko investicija v nepremičnino tudi oblika naložbe, od katere si obetamo določen donos. Ker v Sloveniji

¹² Več o vlogi Stanovanjskega sklada RS in o njegovi NSVS si bomo pogledali v poglavju 7.3.

nimamo razvitega sekundarnega trga hipotekarnih posojil¹³ in ker nimamo nepremičninskih investicijskih skladov, je vlaganje v nepremičnine možno le prek neposrednega vlaganja v razvojne projekte ali pa nakupa in oddajanja že zgrajenih nepremičnin (Cirman, 2002, str. 4). Investicijska podjetja največji del svojih stroškov pokrijejo z bančnimi posojili, saj njihova lastna sredstva ponavadi zadostujejo zgolj za nakup zemljišča (Mavec, 1999, str. 54). Vendar pa finančne vlagatelje določeni dejavniki odvrčajo od naložb v nepremičnine. To so visoki in nepregledni stroški komunalne opreme stavbnih zemljišč in pa zapleteni in tvegani postopki pridobitve ustreznih dovoljenj, kar vpliva na močno povečanje stroškov vlaganja in stopnje tveganja naložbe (Korošec, 1996, str. 21).

7.1.4. Ponudba, povpraševanje in cene

Največ povpraševanja in ponudbe se koncentrira na trgu poslovnih in stanovanjskih nepremičnin. Za Slovenijo lahko rečemo, da imamo pravi nepremičninski trg le v Ljubljani, saj sta ponudba in povpraševanje po nepremičninah le tu dovoljšnja, da lahko govorimo o normalnem delovanju trga. Srečujemo se namreč z dinamičnim dogajanjem v območnih središčih, še zlasti v Ljubljani, medtem ko na drugih območjih vlada zatišje. Na rast nepremičninskega trga pomembno vplivajo naslednji trije dejavniki (Korošec, 1996, str. 21):

- povpraševanje države, ki zaradi širitve državnega aparata potrebuje dodatne pisarniške prostore,
- povpraševanje prebivalstva večinoma po stanovanjskih površinah, ki ga precej spodbuja država prek svojih paradržavnih skladov in
- povpraševanje podjetij na območjih Slovenije z dinamično rastjo gospodarstva, kot sta Ljubljana in Koper.

Naš trg nepremičnin in probleme z njim zaznamuje predvsem stanovanjski trg. Po spremembi družbene ureditve se je politika gradnje stanovanj močno spremenila. Podjetja, ki so v prejšnjem sistemu financirala gradnjo stanovanj za zaposlene, v devetdesetih letih niso imela več ne možnosti ne interesa za nove gradnje. Zato se je število novih gradenj v preteklih desetih letih kar prepolovilo (Kako do lastne nepremičnine?, 2003). Poleg pomanjkanja finančnih virov obstajajo še drugi problemi, ki vplivajo na povečanje stroškov gradnje in s tem na manjšo ponudbo ter višje cene, in sicer (Korošec, 1996, str. 21):

- dolgotrajni postopki pridobitve upravne dokumentacije,
- cena komunalne opreme in zemljišč,
- pomanjkanje zazidljivih zemljišč, za kar sta krivi tudi nedodelanost politike o kmetijskih zemljiščih in njena neskladnost z drugimi deli gospodarstva in
- denacionalizacija, ker se zaradi nje postopki za pridobitev zemljišč in upravne dokumentacije še dodatno otežujejo in zavlačujejo. Stroški gradnje pa se povečujejo tudi zaradi stroškov odškodnine denacionalizacijskim upravičencem, ki jih država rada prevale na podjetja.

Ker pa se na drugi strani ni prepolovilo tudi povpraševanje po stanovanjih, je to pripeljalo do neravnotežja na trgu, kar je povzročilo drastičen dvig cen stanovanj in s tem tudi najemnin. Na področju stanovanjske gradnje je povpraševanje največje tako po socialnih, neprofitnih kot tudi nadstandardnih stanovanjih. Zaradi preskromne ponudbe rast cen omogoča, da so cene starih

¹³ Kot smo že omenili, v Sloveniji nimamo pravih hipotekarnih posojil, imamo pa posojila, ki so zavarovana z nepremičnino, kar pri nas velja kot hipotekarno posojilo.

nepremičnin skoraj enake novim, bistveno merilo, ki določa višino cene, pa je nedvomno lokacija (Korošec, 1996, str. 21).

V Ljubljani ta trenutek glede na število prosilcev manjka 1500 najemnih stanovanj. Na leto bi jih potrebovali 800 neprofitnih in socialnih, v preteklosti pa je bilo zagotovljenih le 150 novih na leto (Milostnik, 2003, str. 14). Pri odpravi vse večjega neskladja med ponudbo in povpraševanjem stanovanjskih površin ima veliko vlogo Stanovanjski sklad RS.

7.2. Nepremičninski investicijski skladi v Sloveniji

V svetu se vse bolj uveljavlja financiranje nepremičnin v odprtih in zaprtih investicijskih nepremičninskih skladih, v Sloveniji pa še niso razviti. Glavna ovira za uspešno poslovanje takšnih skladov pri nas je sorazmerna zaprtost naše države za neposredne tuje investicije. Nova zakonodaja od 1. februarja sicer tujcem dovoljuje nakup nepremičnin, vendar pa so birokratski postopki še vedno zapleteni in dolgotrajni. Slovenija bi potrebovala nepremičninske sklade predvsem na ponudbeni strani, saj bi z gradnjo povečali sedaj premajhno ponudbo in s tem znižali cene nepremičnin. Ena od ovir je tudi premajhna ponudba stavbnih zemljišč. V Sloveniji bi bilo treba ustvariti razmere za ustanovitev nepremičninskih skladov, ki bi vlagateljem omogočali visok in varen donos in jih spodbujali tudi k varčevanju. Trenutno je že v pripravi zakonodaja, na podlagi katere bi jih lahko ustanovili. Za slovenski trg nepremičnin bi bilo koristno, da bi se pokazali tudi institucionalni kupci nepremičnin in tako pripomogli k trdnosti in likvidnosti trga (Ivič, 2001, str. 56). Trenutno je v pripravi zakonodaja

7.3. Vloga Stanovanjskega sklada Republike Slovenije

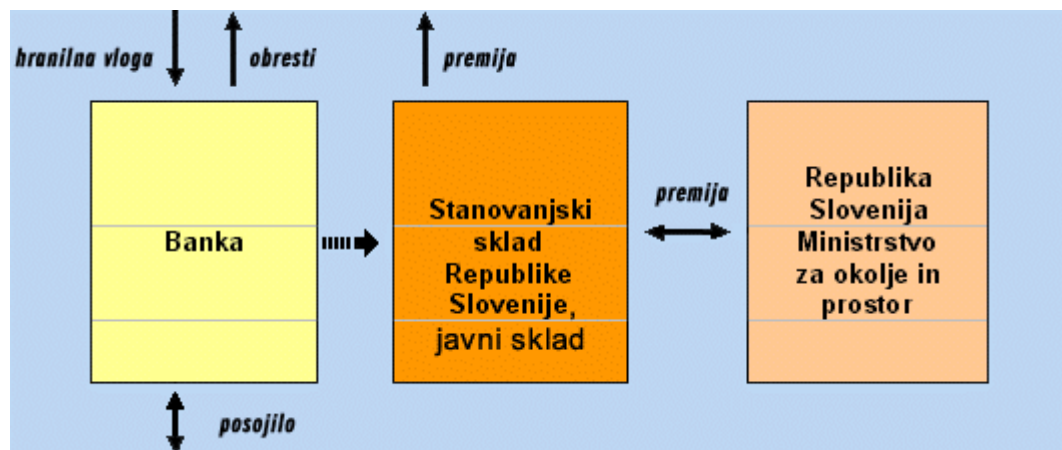
Stanovanjski sklad RS je osrednja državna institucija za financiranje stanovanjske oskrbe. Njegov glavni vir sredstev so deleži kupnin od privatizacije stanovanj. Sklad financira nacionalni stanovanjski program in s tem spodbuja stanovanjsko gradnjo, prenavo in vzdrževanje stanovanjskih površin. Dejavnosti, ki jih sklad opravlja, so v prvi vrsti (Stanovanjski sklad RS, 2003):

- dajanje dolgoročnih posojil z ugodno obrestno mero fizičnim in pravnim osebam za pridobivanje neprofitnih najemnin, socialnih in lastnih stanovanj in stanovanjskih hiš z nakupom, gradnjo in prenavo;
- investiranje v gradnjo stanovanj in stavbnih zemljišč, poslovanje z nepremičninami;
- skrb za premiranje v okviru NSVS;
- opravljanje drugih zakonskih nalog in nalog za izvajanje nacionalnega stanovanjskega programa.

Nacionalna stanovanjska varčevalna shema (NSVS) je eden od glavnih produktov Stanovanjskega sklada RS, ki jo je vlada RS skupaj s skladom leta 1999 vključila v ponudbo instrumentov stanovanjskega financiranja. NSVS je sistemska podlaga za spodbujanje dolgoročnega varčevanja s premiranjem, da bi povečala obseg ugodnega dolgoročnega stanovanjskega kreditiranja. Sistem državnih premij varčevalcem po NSVS v obliki pripisa določenega zneska premije po izteku vsakega leta varčevanja povečuje donosnost in s tem privlačnost dolgoročnega varčevanja, spodbuja pa tudi redno mesečno varčevanje. Njeno delovanje je predstavljeno na spodnji sliki.

Slika 4: Prikaz delovanja NSVS

		Obresti	Premije
	5 - letno varčevanje	TOM + 1,65%	8,33% letnega vplačila letno (1 mesečni obrok)
VARČEVALEC			
	10 - letno varčevanje	TOM + 3,00%	10,42% letnega vplačila letno (1,25 mesečnega obroka)
VARČEVALEC			



POSOJILJEMALEC NA OSNOVI VARČEVANJA

stanovanjska posojila	na 10 let - TOM + 2,45%
	na 20 let - TOM + 3,80%

Vir: Stanovanjski sklad RS, 2003.

Do sedaj, v obdobju od 1. 7. 1999 do 30. 6. 2003, znaša število aktivnih varčevalnih pogodb 83.121, kar pomeni vplačilo sredstev dobrih 53 milijard tolarjev. Donosnost varčevanja kot skupnega rezultata realnih obresti za varčevanje in pripisanih vseh letnih premij v NSVS je 4,9 odstotka ob domnevi temeljne obrestne mere 0,6 odstotka (Stanovanjski sklad RS, 2003). Prav premija je tista, ki varčevalcu omogoča najugodnejše posojilo.

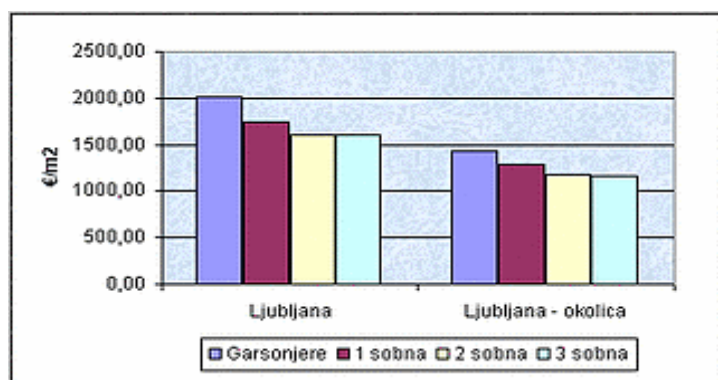
Komentarji na NSVS so zelo različni. Eden od strahov, ki so ga nasprotniki sheme ponujali javnosti, govori o zlomu bančnega (zaradi negotove likvidnosti), stanovanjskega (zaradi premajhne ponudbe) in s tem sploh gospodarskega sistema. Kot smo že omenili, so varčevalci do 30. 6. 2003 privarčevali že več kot 53 milijard tolarjev, do sprostitve prve sheme leta 2004 pa naj bi zbrali do 100 milijard tolarjev. To bo po trditvah analitikov vplivalo na povečanje naložb v gradbeništvo, temu bo sledilo tudi večje zaposlovanje in trošenje prebivalstva. Vse skupaj bo ugodno vplivalo na rast BDP (v letu 2004 za 2 in v letu 2005 za 1,3 odstotka). Simulacije analitikov so pokazale, da se bo zato povečala industrijska proizvodnja, izvoz in še bolj uvoz ter posledično tudi zunanjetrgovinski primanjkljaj, ki pa naj bi že v letu 2006 prešel v presežek (Kump, 2002, str. 31). Nekateri opozarjajo, da dokler NSVS tako subvencionira država, to povzroča velike težave pri razvoju sistema hipotekarnih stanovanjskih posojil na tržnih temeljih. Dokler bo namreč v bančno pasivo pritekal tako poceni dolgoročni denar brez naprežanja bank, jim ga ne bo treba zbirati z dražjimi hipotekarnimi obveznicami. Pri nastali situaciji se ponuja

ena od možnosti za pomoč hipotekarnemu bančništvu, in sicer proračunske subvencije bankam, da bodo lažje pridobile poceni vire za hipotekarne obveznice (Križnik, 2003a, str. 15).

7.3.1. Vpliv NSVS na cene stanovanj

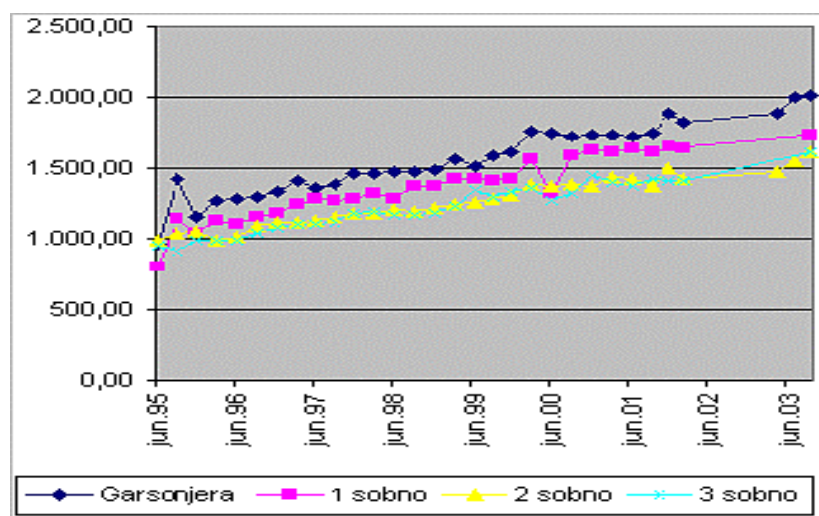
Najbolj vroče vprašanje ta čas na slovenskem nepremičninskem trgu je zagotovo cena stanovanj v prihodnje oziroma vpliv NSVS na cene. Po anketi sodeč, ki jo je za Stanovanjski sklad RS opravila agencija Ninamedia, naj bi kar 89,9 odstotka varčevalcev privarčevana sredstva v NSVS uporabila za stanovanjske namene (Stanovanjski sklad RS, 2003). Tako naj bi leta 2004, ko se bo sprostil denar varčevalcev prve NSVS, primanjkovalo več kot 4000 stanovanj (Stanovanj bo dovolj, 2002). Ankete kažejo, da bo največje povpraševanje v Ljubljani. Zato je sklad za primarno skrb izbral povečanje ponudbe na ljubljanskem območju, kjer so cene že sedaj astronomske. Sklad naj bi do leta 2007 zgradil 5900 stanovanj, od tega v Ljubljani blizu 4700 (polovico tržnih in polovico netržnih). Prodajal jih bo po predpisani ceni 1300 evrov za kvadratni meter v Ljubljani, drugje nekoliko manj. V skladu menijo, da mnogo varčevalcev precenjuje svoje finančne zmožnosti, zato naj bi bil dejanski pritisk na cene manjši od pričakovanega. Dejansko povpraševanje bo manjše predvsem zaradi visokih transakcijskih stroškov (Cirman, 2002, str. 10). Ponudba sklada naj bi znatno vplivala na cene, vendar pa naj bi zaradi dveh dejavnikov vseeno porasle, in sicer sklad ne bi smel govoriti o povečanju cen, saj s tem le napihuje balon, ki povečuje pritisk na cene. Drugi dejavnik pa je tempiranost NSVS, kajti namesto da bi se povpraševanje razporedilo na več obdobj, bo stisnjeno na eno leto, 2004. Z NSVS se je evidentiralo prihodnje povpraševanje, kar pomeni, da se bo ponudba lahko prilagodila že znanemu povpraševanju. Ponudba bi obstajala tudi brez NSVS, sedaj pa se bodo verjetno prodajalci nepremičnin prilagodili in svoje prodaje delno preusmerili v čas črpanja sheme (Cirman, 2002, str. 10). Varčevalci bodo morali svoja sredstva porabiti v enem letu, kar se bo pokazalo v cenah nepremičnin. Ker prave raziskave nepremičninskega trga ni in ne obstaja model, ki bi omogočil napovedovanje gibanja cen, pravega vpliva ponudbe stanovanj sklada ni mogoče kvantificirati. Splošen sklep je, da se s cenami stanovanj v prihodnjem letu ne bo zgodilo kaj posebno revolucionarnega, le bolj bodo diferencirane (v mestnih središčih in na boljših lokacijah se utegnejo dvigniti, na obrobju pa naj bi upadle) (Križnik, 2003b, str. 13). Zelo je pomembno, kako bodo v prihodnje vplivali na pričakovanja ljudi.

Slika 5: Povprečne ponudbene cene stanovanj v Ljubljani in okolici v EURO/m², september 2003



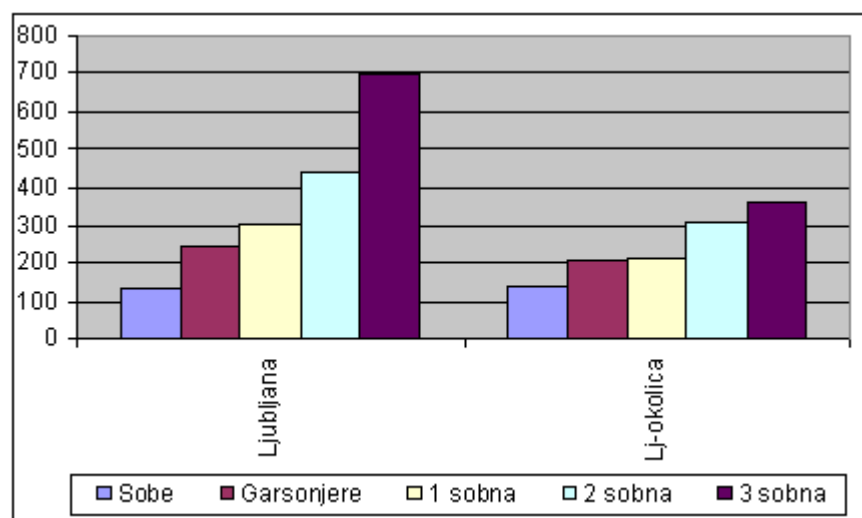
Vir: Cene nepremičnin, 2003.

Slika 6: Gibanje ponudbenih cen stanovanj v Ljubljani v obdobju od junij 1995 do junij 2003 v EURO/m²



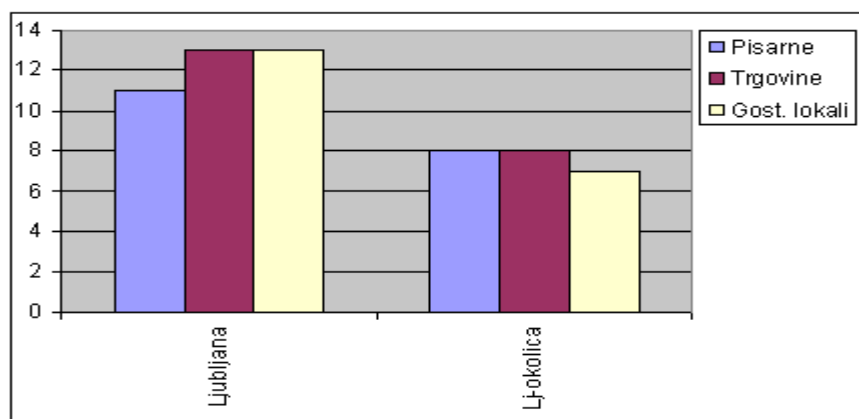
Vir: Cene nepremičnin, 2003.

Slika 7: Povprečne ponudbene najemnine za stanovanja v Ljubljani in okolici v EURO/m², februar 2002



Vir: Cene nepremičnin, 2003.

Slika 8: Povprečne ponudbene najemnine za poslovne prostore v Ljubljani in okolici v EURO/m2, februar 2002



Vir: Cene nepremičnin, 2003.

7.4. Tujci in nepremičnine v Sloveniji

Priloga evropskega sporazuma, ki opredeljuje odpiranje slovenskega trga nepremičnin za državljane EU z vstopom Slovenije v EU, je začela veljati 1. februarja 1999. V prvi etapi se je slovenski trg s pogojem vzajemnosti odprl za vse tiste državljane EU, ki so imeli pred tem tri leta stalno prebivališče na ozemlju RS. V drugi etapi, ki se je pričela 1. februarja letos, pa kupcem iz EU ni treba več izpolnjevati pogoja stalnega bivališča v Sloveniji, mora pa obstajati recipročnost. Zadnji del prehodnega obdobja bo začel teči po vstopu Slovenije v EU, ko bo imela Slovenija znotraj EU pravico do varovalne klavzule (Križnik, 2003, str. 14).

S 1. februarjem letos lahko torej pri nas kupujejo nepremičnine vsi državljani Evropske unije ne glede na to, ali so prej imeli stalno bivališče v Sloveniji ali ne. Dosedanji pogoj najmanj triletnega stalnega bivanja v Sloveniji s 1. februarjem torej odpade, še vedno pa velja pogoj načela vzajemnosti. Zakon določa vrsto vzajemnosti, način, postopek ter pristojnosti za njeno ugotavljanje v vseh primerih, ko bo tujec pridobil lastninsko pravico na nepremičninah v Sloveniji. V njem je predvidena najstrožja oblika vzajemnosti, to je materialna vzajemnost. To pomeni, da tujci pridobivajo ne glede na ostale pogoje lastninsko pravico na nepremičninah v Sloveniji, če so tudi slovenski državljani in pravne osebe s sedežem v RS deležni enake pravice. Vzajemnost ugotavlja ministrstvo za pravosodje, ki je po njegovih podatkih do konca leta 2002 prejelo skupaj 101 vlogo za presojo vzajemnosti, izdalo pa 37 pozitivnih odločb. Tako bo vse do vstopa Slovenije v EU, predvidoma leta 2004, tedaj naj bi ga zamenjala sedemletna varovalna klavzula (Križnik, 2003, str.14). Varovalna klavzula pomeni zaščitno klavzulo na prodajo nepremičnin tujcem, in sicer zemljo, poslopja in počitniške hiše. Klavzulo bi lahko uveljavila, če bi prišlo na trgu do škodljivih razmer, ki bi jih morala potrditi tudi Evropska unija. Po prvih besedah slovenskih predstavnikov takšna rešitev ni v nasprotju s španskim kompromisom¹⁴ (Brstovšek, 2002, str. 7).

¹⁴ V zvezi s pridružitvenim sporazumom Slovenije k članstvu v EU je najburnejše odzive doživelo prav odpiranje trga nepremičnin. Slovenska ustava do leta 1997 ni dovoljevala, da bi bili tujci lastniki nepremičnin v Sloveniji, vendar je bil njen 68. člen spremenjen zaradi priloge XIII k sporazumu ali tako imenovanega španskega kompromisa. Z njim se je Slovenija zavezala, da bo z uveljavitvijo pridružitvenega sporazuma ob pogoju vzajemnosti zagotovila pravico do nakupa nepremičnin državljanom članic EU, ki so imeli tri leta stalno bivališče na sedanjem ozemlju RS (Služba vlade RS za evropske zadeve, 2002).

Ko bo Slovenija dejansko članica EU, bo povpraševanje tujcev po nepremičninah pri nas še naraslo, saj takrat ne bo več birokratskih postopkov, ki so kljub sproščenemu trgu nepremičnin za prebivalce držav članic EU na podlagi pridružitvenega sporazuma po 1. februarju letos še vedno dolgotrajni. Preden se lahko tuji državljani vknjiži v zemljiško knjigo kot lastnik zemljišča, hiše ali stanovanja, mora nakup odobriti ministrstvo za pravosodje, ki mu je treba predložiti vrsto dokazil. Za prebivalce držav članic EU in ZDA velja pri nakupu nepremičnine v Sloveniji le pogoj vzajemnosti. Število vlog za izdajo listine s podatki o nepremičnini na območju obalnih občin Koper, Izola in Piran narašča iz leta v leto. Od leta 1999 so prejeli skupno 20 vlog, in sicer leta 1999 eno, leta 2000 štiri, leta 2001 spet samo eno, leta 2002 so prejeli šest vlog, letos v prvih treh mesecih pa pet. Cene kvadratnega metra stanovanja ali hiš in zemljišč na Obali bodo verjetno ob vstopu Slovenije v EU zrasle, saj bo večje tudi povpraševanje, ponudba pa se zaradi omejenega prostora ne bo povečala (Cmrečnjak, 2003, str. 6).

7.5. Obdavčevanje nepremičnin

V poglavju 5.7.1. smo videli, da davki poleg transakcijskih stroškov in provizije upraviteljem močno vplivajo na donosnost naložb v nepremičnine. Zato je pomembno, da si pogledamo, s kakšnimi davki, povezanimi z nepremičninami, se srečujemo v Sloveniji. Obdavčevanje nepremičnin se med državami razlikuje, načelno pa so obdavčene kot oblika premoženja, obdavčeni pa so tudi dohodki, ki jih nepremičnina prinaša.

7.5.1. Premoženjski davki

V Sloveniji poznamo naslednje vrste premoženjskih davkov, povezane z nepremičninami (Cirman et al., 2000, str. 85):

- **Davek od premoženja.** S tem davkom so obdavčene fizične osebe, ki imajo v lasti stavbe, dele stavb, stanovanja, garaže, prostore za počitek ali rekreacijo. Ta davek je dohodek lokalnih skupnosti. Davčna osnova je vrednost objekta, ki jo določi upravni organ po sistemu točkovanja, vrednost točke pa se letno prilagaja rasti cen življenjskih potrebščin. Pri stanovanjskih površinah velja oprostitev za prvih 160 kvadratnih metrov, če tam prebiva lastnik ali njegovi ožji družinski člani. Nove stavbe so oproščene plačila prvih 10 let razen vikendov, pri katerih se tudi obdavči celotna površina. Z reformo premoženjskih davkov se pričakuje odprava davka na premoženje in njegova nadomestitev z enotnim premoženjskim davkom.
- **Nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča.** Ta davek se plačuje na območju mest in naselij mestnega značaja ter na območjih, ki so namenjena kompleksni stanovanjski gradnji. Definirajo ga občine. Nadomestilo mora plačati neposredni uporabnik zemljišča oziroma stavbe, večina pa je določena z zakonom o stavbnih zemljiščih in se izračunava na podlagi točkovanja. Stavbno zemljišče je lahko zazidano ali nezazidano. Nadomestilo je prihodek občine. Z reformo premoženjskih davkov se pričakuje odprava nadomestila za uporabo stavbnega zemljišča in njegova nadomestitev z enotnim premoženjskim davkom.
- **Davek na dediščine in darila.** Zavezanec za ta davek je fizična oseba, ki v Sloveniji podeduje ali dobi v dar nepremičnino ali premično premoženje, če skupna vrednost premoženja presega višino povprečne letne neto plače zaposlenih v Sloveniji. Davčna osnova je vrednost podedovanega ali podarjenega premoženja po odbitku dolgov, bremen in stroškov, ki ga bremenijo. Tega davka so oproščeni dediči ali obdarjenci prvega dednega reda, dediči, ki podedujejo stanovanje in sami nimajo drugega stanovanja ter so do

zapustnikove smrti živeli z njim v skupnem gospodinjstvu, tisti, ki ne morejo dobiti lastninske pravice na premoženju, osebe, ki podedujejo ali dobijo v dar kmetijsko zemljišče, ali tisti, ki premoženje brez povračila odstopijo Republiki Sloveniji.

- **Davek od prometa nepremičnin.** Leta 1999 je bil sprejet nov zakon o davku na promet nepremičnin, po katerem je vsaka prodaja nepremičnin z izjemo novozgrajenih objektov obdavčena z dveodstotno stopnjo. Za promet z nepremičninami je določen vsak odplačani prenos lastninske pravice na nepremičnini. Kot prenos se šteje tudi zamenjava nepremičnin med seboj, ne šteje pa prvi prenos lastninske pravice na novozgrajenih objektih, od katerih je plačan davek na dodano vrednost (DDV). Zavezanec za plačilo davka je prodajalec nepremičnine ali pri zamenjavi vsak od udeležencev za vrednost nepremičnine, ki jo odtuji. Davčna osnova je dogovorjena prodajna cena. Davek je prihodek občine, kjer nepremičnina leži.

7.5.2. Dohodnina in nepremičnine

Davki od nepremičnin, ki se vključujejo v dohodnino, so (Cirman et al., 2000, str. 85):

- **Davek od dohodka iz kmetijstva.** Zavezanec za plačilo tega davka je fizična oseba, ki je kot lastnik ali imetnik pravice vpisana v kataster. Osnova za odmero je katastrski dohodek kmetijskih in gozdnih zemljišč, zmanjšan za obvezne socialne prispevke od katastrskega dohodka, pristojbine in priznane olajšave.
- **Davek na kapitalski dobiček.** Zavezanec je fizična oseba, ki doseže kapitalski dobiček s prodajo nepremičnine, če je prodaja izvedena pred potekom treh let od pridobitve nepremičnine. Osnova za odmero davka je razlika med prodajno ceno in revalorizirano nabavno ceno. Kapitalski dobički in izgube se lahko znotraj leta pobotajo. Ta davek se ne plača, če se od prodaje nepremičnine ne plača davek na promet nepremičnin.
- **Davek na dohodek iz premoženja.** S tem davkom se obdavči dohodke, ki jih fizična oseba prejme z oddajanjem premičnega ali nepremičnega premoženja v najem. Osnova za odmero je letni znesek najemnin, zmanjšan za stroške tekočega in investicijskega vzdrževanja, upravljanja in obratovanja, če jih lastnik plačuje sam. Davčna stopnja znaša 25 odstotkov in se upošteva kot akontacija pri odmeri dohodnine. Donos od najemnin je na primer v Sloveniji obravnavan ugodneje kot donos od delnic ali obveznic, saj gre pri najemu v osnovo dohodnine le 60 odstotkov najemnine (40 odstotkov je mogoče uveljavljati kot normirane stroške), pri oddajanju opremljenih stanovanj pa gre v davčno osnovo celo samo 40 odstotkov letnih najemnin (Cirman, 2002, str. 5).

7.5.3. Davek na dodano vrednost (DDV)

DDV se obračuna pri izročitvi novozgrajenih objektov, in sicer se zaračunava znižana stopnja 8,5 odstotka od stanovanj, stanovanjskih in drugih objektov, namenjenih za trajno bivanje, ter 20 odstotna stopnja za ostale nepremičnine. Prodaja in dajanje v najem nepremičnin je načeloma oproščena plačila DDV brez pravice do odbitka vstopnega DDV, razen določenih izjem (Zakon o davku na dodano vrednost, 2002).

7.5.4. Novi davek na nepremičnine

Vlada je obljubljala, da naj bi novi davek na nepremičnine začel veljati 1. 1. 2003, vendar se to še ni zgodilo. Uveljavitev davka bo namreč mogoča le, če bodo urejene nepremičninske evidence in če bo sprejeta metodologija za vrednotenje nepremičnin. Po osnutku zakona bodo obdavčene stavbe in zemljišča. Davčna osnova bo tržna vrednost. Posebej bodo dodatno obdavčena stavbna zemljišča, ki jih lastniki nerazumno dolgo ne pozidajo, propadajoči objekti v strnjenih naseljih, prazni poslovni prostori, zaraščajoča se kmetijska zemljišča in veleposestva nad 200 ha, ki jih lastniki ne obdelujejo sami. Osnovna olajšava za davek bo vezana na kvadraturu v odnosu do števila članov gospodinjstva, ki živijo v posameznem stanovanju. Davčne olajšave se bodo nanašale na oddajanje nepremičnin v najem, redno obdelovanje kmetijskih zemljišč, za novogradnje in obnavljanje starih stanovanj, okoljevarstvena vlaganja v stavbe. Novi davek bo vir prihodkov občinskih proračunov. Davek na nepremičnine bo zamenjal sedanje nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča in davek od premoženja na posest stavb. Obdavčitev temelji na ekonomskih in socialnih elementih, kar pomeni ustrezno porazdelitev davčnih bremen med zavezance (Banovec, 2001, str. 13-19).

Za uveljavitev tega davka bo treba ovrednotiti nepremičnine. Gre za proces množičnega vrednotenja nepremičnin. Osnova za davek bo, kot smo že rekli, tržna vrednost, vendar ni nujno, da bo stoddotna posplošena tržna vrednost. V evropskih državah se delež davčne osnove v ocenjeni tržni vrednosti giblje med 50 in 100 odstotki (Čepon, 2003, str. 10). Pri določanju osnove je namreč treba poleg fiskalnega vidika upoštevati tudi socialni vidik davčne politike. Po eni strani naj bi višje osnove in s tem višji davki vplivali na povečanje ponudbe na trgu nepremičnin in s tem na sprostitev cen, po drugi strani pa je treba ta vidik davčne politike korigirati zaradi socialnega položaja, da ne bi bilo davčno breme za prebivalstvo preveliko. Verjetno bodo v občinah, kjer so vrednosti nepremičnin visoke, davčne stopnje nižje od pričakovanih, sicer bo davčno breme za lastnike nepremičnin preveliko.

Novi davek na nepremičnine pa bo s seboj prinesel določene prednosti in slabosti. *Prednosti davka* na nepremičnine v Sloveniji bi pomenile povečanje prihodkov. To bi bilo predvsem posledica širšega zajetja plačnikov tega davka. Izboljšanje vrednotenja nepremičnin, registrov in evidenc bi pripomoglo k hitrejši privatizaciji in procesu denacionalizacije v Sloveniji, prav tako bi omogočilo razvoj nepremičninskega trga in sprostitev hipotekarnih posojil. Novi davek bi spodbudil lastnike nepremičnin, da bi začeli oddajati presežke prostorov, tako zagotovili večjo ponudbo najemniških stanovanj in znižali cene nepremičnin. Pomembno je omeniti tudi veliko vrednost podatkov, ki so potrebni za vrednotenje nepremičnin tako za državo kot za lokalne skupnosti. Glavne *slabosti novega davka* pa so izredno veliki investicijski stroški za uvedbo takšnega davčnega sistema. Vrednotenje nepremičnin je povezano z visokimi stroški, vendar pa je po drugi strani pobrani davek prihodek občin. Pomembna slabost je tudi odpor prebivalstva na takšen ukrep (Mitrović, 1998, str. 7-9).

7.6. Donosnost investicij v nepremičnine v Sloveniji

Razlogi, ki spodbujajo investitorje v naložbe v nepremičnine, so zlasti varnost in trdnost naložbe, razmeroma lažja predvidljivost gibanja cen v primerjavi z drugimi naložbami, pomanjkanje boljših naložbenih možnosti, hkrati z donosom možnost kapitalskega dobička ob dvigu vrednosti nepremičnine in razmeroma ugodni posojilni pogoji (zlasti v tujini) (Toš, 1996, str. 28). Značilnost vlagateljev na nepremičninskem trgu je, da razpolagajo z velikim kapitalom oziroma

kreditno sposobnostjo, da se zadovoljijo z razmeroma nizkimi donosi in igrajo na daljši čas. Velja pravilo, da se nepremičnino splača kupiti, če jo bomo uporabljali dlje časa, sicer pa jo je bolje najeti (Kranjec, 1996, str. 38).

Lastna nepremičnina je najpogostejša naložba v Sloveniji. O tem zgovorno priča podatek, da je pri nas po privatizaciji lastniško zasedenih kar 88 odstotkov stanovanj, kar pomeni, da so nekomercialna, le 12 odstotkov pa jih je namenjenih najemu (Cirman, 2002, str. 4). Nepremičnine se pri nas kupujejo predvsem zaradi zadovoljevanja lastnih poslovnih ali bivalnih potreb. Naš nepremičninski trg je majhen in precej občutljiv, zato ni najprimernejša podlaga za vlagatelja, ki bi se lotil večjih investicijskih projektov z namenom oddajanja, vendar ob tehtnem nastopu ponuja donose, ki so lahko glede na navadne donose na razvitih trgih zelo visoki. Rezultati raziskave Varčevalnih navad in mnenja slovenskih investorjev-2001 v okviru publikacije Razvoj trga kapitala v Sloveniji kažejo, da kar 59,4 odstotka anketiranih slovenskih vlagateljev po kriteriju primernosti na prvo mesto uvršča naložbe v nepremičnine, sledijo ji varčevanje v obliki NSVS (46,2 odstotka), delnice slovenskih podjetij (34,3 odstotka) in dolgoročne tolarске bančne vloge (33,8 odstotka). Slovenski vlagatelji dajo v povprečju nekoliko večji poudarek pričakovani donosnosti naložbe kot njeni varnosti (Pavlin, 2001, str. 10).

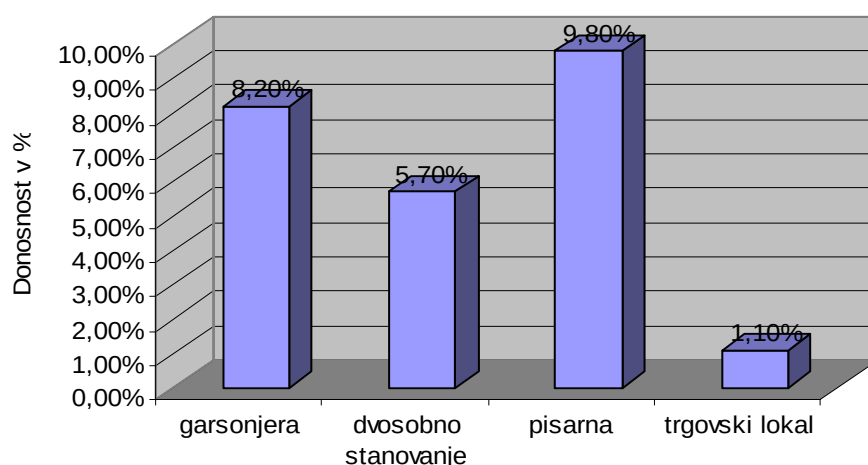
Pri nas lahko tisti, ki kupijo in oddajo poslovno nepremičnino, pričakujejo več kot 10-odstotni donos, ob ugodnejših nakupih pa je možno realizirati tudi do 20 odstoten donos. Za primerjavo si pogledjmo evropske institucionalne vlagatelje. Mejna donosnost, nad katero se jih odloča večina, se začne že pri petih do šestih odstotkih na leto (Kranjec, 1996, str. 38).

Na osnovi baze podatkov Slonep sem izračunala realne letne donosnosti¹⁵ v slovenskih tolarjih (SIT) investicij fizične osebe v garsonjero (28 m²), dvosobno stanovanje (55 m²), pisarno (100 m²) in trgovski lokal (50 m²). Algoritem, ki sem ga postavila za izračun, je naslednji: kupimo nepremičnino na koncu leta 1995 (v začetni investicijski izdatek je poleg cene nepremičnine vključena še dveodstotna provizija, ki jo plačamo posredniku pri nakupu) in jo po sklenitvi pogodbe začnemo oddajati na začetku leta 1996. Pogodbo sklenemo za štiri leta, višina najemnine pa je enaka povprečni najemnini iz začetka leta 1996. Ob sklenitvi najemne pogodbe plačamo posredniku provizijo ene mesečne najemnine. Na začetku leta 2000 sklenemo novo najemno pogodbo za najemnino, ki je enaka povprečni najemnini v začetku leta 2000, ter posredniku spet plačamo provizijo ene mesečne najemnine. Nepremičnino oddajamo do konca leta 2002, ko jo prodamo. V prihodek od prodaje je vključena dosežena prodajna cena, od nje pa sta odšteta dveodstotna provizija, ki jo plačamo posredniku pri prodaji, in dveodstotni davek na promet z nepremičninami, ki ga mora plačati prodajalec nepremičnine. Stroški investicijskega vzdrževanja, ki bremenijo lastnika nepremičnine, znašajo 1 odstotek letno od nabavne vrednosti nepremičnine (ta znesek se razdeli na dvanajst mesečnih zneskov, ki jih odštejemo od prejete

¹⁵Podatki o nabavnih cenah nepremičnin, o najemninah, ki so bile pogodbeno določene na začetku leta 1996, in o tistih na začetku leta 2000, so izraženi v DEM. Prodajne cene nepremičnin na koncu leta 2002 so izražene v EURO. Ker sem računala realne donosnosti v SIT, sem morala najprej iz omenjenih podatkov izključiti vpliv rasti tečajev DEM in EURO z indeksi rasti povprečnih letnih tečajev po posameznih letih, ki jih je objavila Banka Slovenije, nato pa sem morala še z indeksom povprečne letne inflacije izključiti njen vpliv iz denarnih tokov, tako da sem vse vrednosti prevedla na začetek leta 1996. Podatki o povprečnih letnih tečajih DEM in EURO so objavljeni v Biltenu Banke Slovenije (Bilten Banke Slovenije, 2001, str. 51), o povprečnih letnih stopnjah inflacije pa v Pomladanskem poročilu Urada RS za makroekonomske analize in razvoj (Pomladansko poročilo, 2003, str. 145). Računala sem realne bruto donosnosti in realne donosnosti pred davki. V donosnostih pred davki so tako vračunani transakcijski stroški, stroški investicijskega vzdrževanja in pa dveodstotni davek na promet z nepremičninami, ki ga mora plačati prodajalec nepremičnine. Med transakcijske stroške sem štela provizije posredniku pri nakupu, prodaji in oddaji nepremičnine. V izračunih bruto donosnosti niso upoštevani ne transakcijski stroški, stroški investicijskega vzdrževanja in ne davek na promet z nepremičninami.

najemnine). Lastnik nepremičnine vse od leta 1996 prejete najemnine nosi v banko na varčevalni račun z vezavo nad 31 dni, ki mu vloge obrestuje po povprečni realni obrestni meri 2 odstotka¹⁶. Rezultati izračunov realne letne donosnosti (IRR) pred davki (ki so prikazani v spodnji sliki) kažejo, da je najbolj donosno oddajanje pisarne, sledi garsonjera, dvosobno stanovanje in trgovski lokal. Donosnost je odvisna od vrste nepremičnine, z velikostjo stanovanja pada, prav tako je bolj donosna naložba v poslovne kot v stanovanjske površine. Tabela s podatki o nakupnih in prodajnih cenah nepremičnin, o višinah najemnin in o izračunih donosnosti je prikazana v Prilogi. Kot smo že omenili v nalogi, donosnost nepremičnin zmanjšujejo davki, zato bi bile dejanske donosnosti nižje z upoštevanjem le-teh. Upoštevati je treba tudi, da pri nas uradnih podatkov o dejanskih cenah, po katerih je bila transakcija izvedena, ni.

Slika 9: Letna realna donosnost investicije v nepremičnino pred davki - IRR (donosnost v SIT)



Vir: Lastni izračuni.

V Prilogi so izračunane še popravljene notranje stopnje donosa (MIRR) investicij v nepremičnine. Pri računanju neto sedanje vrednosti pred davki (NSV) se nisem hotela opredeliti na samo eno strukturo financiranja, zato sem izračune napravila za več scenarijev. Strošek kapitala sem izračunala po formuli, ki sem jo predstavila v poglavju 5.4.3. Domnevala sem 6 odstotkov za strošek dolga in 8 odstotkov za strošek lastniškega kapitala¹⁷. Z variiranjem deleža dolga v strukturi financiranja od 10 do 50 odstotkov sem dobila različne NSV pred davki v SIT, ki so predstavljene v spodnji tabeli.

¹⁶ Reinvesticijsko stopnjo v višini dveh odstotkov sem dobila tako, da sem izračunala povprečje realnih obrestnih mer za vezane vloge nad 31 dni za obdobje 1996-2002, ki so objavljene v Biltenu Banke Slovenije (Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 40).

¹⁷ O strošku dolžniškega kapitala v višini šest odstotkov domnevam na podlagi povprečja realnih obrestnih mer za stanovanjska posojila v obdobju 1996-2002, ki so objavljene v Biltenu Banke Slovenije (Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 40). Pri strošku lastniškega kapitala pa izhajam iz prevladujočega pogleda, da so naložbe v nepremičnine bolj tvegane od naložb v dolžniške vrednostne papirje, vendar manj od naložb v lastniške vrednostne papirje. Glede na navedbo donosnosti delnic in obveznic v naslednjem odstavku naj bi potemtakem zahtevana donosnost naložbe v nepremičnino zavzela vrednost nekje vmes med delnicami in obveznicami. To vrednost sem domnevala v višini osmih odstotkov.

Tabela 7: NSV pred davki za garsonjero, dvosobno stanovanje, pisarno in trgovski lokal v SIT v Sloveniji v obdobju od 1996 do 2002 za različne deleže dolga v strukturi financiranja

Scenariji financiranja		NSV pred davki			
Delež dolga	Strošek kapitala	Garsonjera	Dvosobno stanovanje	Pisarna	Trgovski lokal
10 %	7,8 %	122.722	-1.090.302	1.757.805	-5.277.157
20 %	7,6 %	183.378	-994.923	1.948.854	-5.154.178
30 %	7,4 %	244.900	-898.182	2.142.541	-5.029.494
40 %	7,2 %	307.301	-800.057	2.338.909	-4.903.077
50 %	7 %	370.595	-700.525	2.538.000	-4.774.898

Vir: Lastni izračuni.

Po podatkih iz tabele lahko sklepamo, da se investicija v dvosobno stanovanje in trgovski lokal ne izplača, saj je NSV vseskozi, ne glede na delež dolga v strukturi financiranja, negativna. Do enakega sklepa lahko pridemo iz rezultatov, ki so razvidni iz slike 9. Ker je donosnost (IRR) dvosobnega stanovanja in trgovskega lokala manjša od stroška kapitala za vse scenarije financiranja, se nam ti dve investiciji ne izplačata. Dobljeni rezultati so verjetno posledica tega, da je pri nas strošek dolga relativno visok, pa tudi dostop do dolžniških virov sredstev je precej omejen.

Preden bi sprejeli odločitev o tem, kam naložiti denar, bi seveda morali preučiti še druge alternative. Pogledati je treba, kakšne donose (v SIT) bi dosegali z naložbo v druge finančne oblike. V Sloveniji je bila povprečna realna letna donosnost delnic v kotaciji v obdobju od 1997 do 2002 9,6 odstotka, v zadnjih treh letih pa 11,2 odstotka (Cirman, 2003, str. 139-141). Povprečna donosnost do dosvetja pri dolgoročnejših obveznicah (z ročnostjo nad deset let) je v letu 2000 znašala osem odstotkov, v 2001 šest odstotkov in v letu 2002 6,1 odstotka (Cirman, 2003, str. 139-141). Donos¹⁸ osemnajstih slovenskih vzajemnih skladov je v letu 2002 v povprečju znašal približno 43 odstotkov (Priljubljeni vzajemni skladi, 2003). Slovenski trg vzajemnih skladov je močno skoncentriran, saj trije največji skladi (Galileo, Rastko in Alfa) upravljajo kar 71,7 odstotka vsega premoženja skladov. Povprečni letni donosi našega največjega vzajemnega sklada Galileo (ki upravlja približno 43 odstotkov vseh sredstev, vezanih v slovenske sklade) so v zadnjih petih letih (od 1998 do 2002) znašali 21,96 odstotka, v zadnjih treh letih pa 32,31 odstotka (Donosi vzajemnih skladov, 2003). Zelo podobne donose sta dosegala tudi skladi Rastko in Alfa. Vzajemni skladi so lani vsi po vrsti dosegali rekordne donose. To je privabilo nove investitorje; skladom so zagotovili dodatne prilive, za katere je značilno, da so zelo odvisni od borznega indeksa. Konec leta 2001 so vzajemni skladi upravljali 14,7 milijarde tolarjev sredstev, konec leta 2002 28,8 milijarde tolarjev, trenutno pa se v njih obrača okoli 62 milijard tolarjev sredstev. Kljub temu so v Sloveniji naložbe v sklade še vedno majhne, saj znaša razmerje med bančnimi vlogami in sredstvi v vzajemnih skladih več kot 100:1, medtem ko znaša to razmerje v ZDA 1:1 (Priljubljeni vzajemni skladi, 2003). Treba pa je biti previden pri odločitvah o naložbi, saj pretekli visoki donosi niso jamstvo za prihodnje. Na bodoče donose vplivajo splošna gospodarska gibanja v prihodnosti, naložbena struktura vzajemnega sklada, doba varčevanja, sposobnost upravljalca in ne nazadnje tudi nekaj sreče pri izbiri vzajemnega sklada.

¹⁸ Vzajemni skladi objavljajo nominalno donosnost, ki je izražena s pomočjo spremembe vrednosti enote premoženja v nekem časovnem obdobju. Pri tem nista upoštevani vstopna in izstopna provizija, upravljalška provizija pa je upoštevana avtomatsko.

Bistveno merilo pri izbiri nepremičnine, ki ji določa vrednost, je lokacija. Če se odločamo za nakup nepremičnine, da bi jo oddajali, moramo upoštevati zahteve oziroma želje potencialnih najemnikov. Pri najemnikih trgovskih poslovnih prostorov je lokacija glavni dejavnik zaradi utečenih nakupovalnih navad prebivalstva, prav tako pa je lokacija najpomembnejša pri stanovanjskih nepremičninah. Najemniki poslovnih prostorov povprašujejo zlasti po visokokakovostnih poslovnih prostorih, ki so opremljeni z ustrezno infrastrukturo, komunikacijsko tehnologijo in ustreznimi parkirnimi prostori. Na tem tržnem segmentu lokacija sicer ni najpomembnejši dejavnik, igra pa veliko vlogo (Kranjec, 1996, str. 38).

SKLEP

Nepremičnine na razvitih kapitalskih trgih so pomemben segment za možnost investiranja presežkov denarnih sredstev. Naložba vanje je možna v več oblikah. Z uporabo modelov za vrednotenje nepremičnin lahko na trgu identificiramo nepremičnine, ki so podcenjene, in z njihovim nakupom in nato prodajo dosežemo izjemno visoke donose. Lahko pa nepremičnino vključimo v premoženje, ki je lahko nepremičninsko ali mešano. Koristi, ki se kažejo od vključitve nepremičnin v premoženje, so posledica nizke korelacije tako nepremičnin med seboj kot nepremičnin z drugimi oblikami finančnih naložb. Izračuni potrjujejo, da je tveganje premoženja, sestavljenega iz nepremičnin, dosti manjše, kot če bi nepremičnine držali izolirane drugo od druge. Na odstotek zmanjšanja tveganja vpliva velikost premoženja. Druga alternativa je, da nepremičnine vključimo v mešano premoženje in s tem zmanjšamo njegovo tveganje ter povečamo razpršenost in donosnost. Na podlagi tega lahko trdimo, da je lahko vključitev nepremičnine v mešano premoženje uspešna strategija z vidika izboljšanja razmerja donosnost-tveganje premoženja, a kljub temu ostajata odprti vprašanji, kolikšen je optimalni delež nepremičnin v premoženju in kako naj investitor oblikuje svoje premoženje, da bo v prihodnosti čim bolj uspešno.

Likvidnost in nedeljivost sta dve od značilnosti nepremičnin, ki vlagatelje odvrčajo od naložbe. Razvoj nepremičninskih investicijskih skladov v razvitejših državah je tako pomembno vplival na povečanje naložb v nepremičnine, saj so z likvidnostjo delnic skladov postale likvidne tudi nepremičnine.

Slovenski nepremičninski trg je majhen in zaprt in še precej neurejen. Pestijo ga problemi neurejene nepremičninske evidence, zaradi pomanjkanja uradnih podatkov o gibanju cen ne obstajajo točni izračuni donosnosti naložb v nepremičnine. Uspešen sistem financiranja nepremičninskega trga je pomemben za vsako nacionalno gospodarstvo, vendar pa mora Slovenija na tem področju še veliko spremeniti. Zaradi nerazvitega hipotekarnega bančništva in odsotnosti nepremičninskih investicijskih skladov je pri nas v nepremičnine mogoče vlagati le prek neposrednega nakupa in oddajanja že zgrajenih nepremičnin ali prek vlaganja v razvojne projekte. To pa je razlog, da je delež nepremičnin v premoženjih institucionalnih investorjev zelo majhen. Obstoj skladov pri nas bi lahko s financiranjem gradnje tudi omogočil povečanje ponudbe in s tem zmanjšal pritisk na cene.

Na slovenskem nepremičninskem trgu bo treba storiti še zelo veliko, da bo lahko nemoteno deloval po tržnih načelih in se primerjal s tistimi v razvitejših državah. Ker nepremičninski trg vpliva na celotno gospodarsko aktivnost države, ga je treba čim prej postaviti na zdrave temelje, da bomo v prihodnje lažje stopali v korak z razvitejšimi.

LITERATURA

1. Banovec Tomaž: Davki na nepremičnine v 2003. Denar, Ljubljana, 15 (2001), str. 13-19.
2. Begović Boris: Ekonomika urbanističnega planiranja. Beograd: Centar za ekonomske študije CES MECON, 1995. 484 str.
3. Benjamin John D., Sirmans G. Stacy, Zietz Emily N.: Returns and Risk on Real Estate and Other Investments: More Evidence. Journal of Real Estate Portfolio Management. Grand Forks (ND), 7 (2001), 3, str. 183-214.
4. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str. (13 tbl.).
5. Bevk Marinka: Trg nepremičnin v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 46 str.
6. Brown Gerald R., Matysiak George A.: Real Estate Investment: A Capital Market Approach. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2000. 708 str.
7. Brstovšek Andrej: V EU tudi možnost zaščite domačega trga nepremičnin. Dnevnik, Ljubljana, 14. 12. 2002, str. 7.
8. Brueggeman William, Fisher Jeffrey: Real Estate Finance and Investments. Boston (MA), Irwin McGraw-Hill, 1997. 760 str. (54 pril.).
9. Chua Adrian: The Role of International Real Estate in Global Mixed-Asset Investment Portfolios. Journal of Real Estate Portfolio Management. Grand Forks (ND), 5 (1999), 2, str. 129-137.
10. Cirman Andreja et al.: Poslovanje z nepremičninami. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 128 str.
11. Cirman Andreja: Lastna nepremičnina - najpogostejša naložba v Sloveniji. Moje finance, Ljubljana, 2(2002), str. 4-10.
12. Cirman Andreja: Analiza finančnega vidika in stanovanjskih preferenc kot dejavnikov odločitve o stanovanjskem statusu v Sloveniji. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, (v izidu).
13. Cmrečnjak Danica: Slovenija kot obljubljena dežela nepremičnin za tujce. Dnevnik, Ljubljana, 12. 4. 2003, str. 6.
14. Čepon Tomaž: Vrednotenje nepremičnin pri novem obdavčenju. Finance, Ljubljana, 30. 6. 2003, str. 10.
15. Damodaran Aswath: Investment Valuation. New York: John Wiley&Sons, 1996. 515 str.
16. Ivič Vlasta: Novi modeli se s težavo prebijajo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 16 (2001), str. 56.
17. Jenček Mitja: Nepremičninski investicijski skladi v ZDA. Diplomsko delo visoke poslovne šole. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 30 str.
18. Korošec Bogdan: Uvod v prilogo »Nepremičnine«. Finance, Ljubljana, 81 (1996), str. 21.
19. Kranjec Samo: Najemnina v desetletju dohiti kupnino. Manager, Ljubljana, 11(1996), str. 38.
20. Križnik Božena: Slovenski trg nepremičnin odprt za državljane EU. Delo, Ljubljana, 1. 2. 2003, str. 14.
21. Križnik Božena: Čeri in čari varčevalne sheme. Delo, Ljubljana, 3. 1. 2003a, str. 15.
22. Križnik Božena: Se bo cena stanovanj drastično zvišala? Delo, 25. 4. 2003b, str. 13.
23. Kump Miran: Komentar o NSVS. Dnevnik, Ljubljana, 24. 5. 2002, str. 31.
24. Mavec Zarja: Nepremičninski trg: Zapletene poti do denarja. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 12 (1999), str. 54.

25. Milostnik Tina: V Ljubljani manjka 1500 najemnih stanovanj. Dnevnik, Ljubljana, 8. 7. 2003, str. 14.
26. Mitrović Dušan: Davek na nepremičnine v Sloveniji. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 58 str.
27. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
28. Pavlin Aleš: Slovenski vlagatelji prisegajo na nepremičnine. Finance, Ljubljana, 210 (2001), str. 10.
29. Pike Richard, Neale Bill: Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies, Fourth edition. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2003. 883 str.
30. Pyhrr Stephen A. et al.: Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decision, Second edition. New York: John Wiley & Sons, 1989. 962 str.
31. Quan Daniel C., Titman Sheridan: Do real estate prices and stock prices move together? An international analysis. Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association. Dallas, 27 (1999), str. 183-190.
32. Toš Frano: Ceno jim določa uporabnost. Finance, Ljubljana, 81 (1996), str. 28.
33. Turk Dunja: Nepremičninske agencije bodo poročale ministrstvu. Finance, Ljubljana, 7. 5. 2003, str. 5.

VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 10 (2001), 12, 103 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 12 (2003), 8, 125 str.
3. Cene nepremičnin. [URL: http://www.slonep.net/cene/cene_nep.html], 9. 10. 2003.
4. Donosi vzajemnih skladov. [URL: <http://www.vzajemci.com/Donosi/Slovenija/Donos>], 15. 9. 2003.
5. Kako do lastne nepremičnine? [URL: http://www.pinkponk.com/04_index_nepremicnine.asp], 17. 7. 2003.
6. NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts. [URL: <http://www.nareit.com/mediaresources/IbbotsonFinal.pdf>], 29. 5. 2001.
7. NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts. [URL: <http://www.nareit.com/researchandstatistics/reitwatch/RW0308.pdf>], Avgust 2003.
8. Pomladansko poročilo 2003. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR), 2003, 183 str.
9. Pravi hipotekarci. [URL: <http://www.slonep.net/subareas.html>], 15. 7. 2003.
10. Priljubljeni vzajemni skladi. [URL: http://www.24ur.com/naslovnica/gospodarstvo/20030107_2019284.php], 6. 9. 2003.
11. Služba vlade RS za evropske zadeve, 24. 1. 2002.
12. Stanovanj bo dovolj. [URL: http://www.24ur.com/naslovnica/slovenija/20021004_2015223.php], 4. 10. 2002.
13. Stanovanjski sklad Republike Slovenije. [URL: <http://www.stanovanjskisklad-rs.si>], 17. 7. 2003.
14. Zakon o davku na dodano vrednost (Uradni list RS, št. 67/2002), 26. 7. 2002.
15. Zakon o nepremičninskem posredovanju - prva obravnava. [URL: <http://www.nepremicnine.si21.com/novice/2002/120702.html>], 12. 7. 2002.

PRILOGA

LETNA REALNA DONOSNOST NALOŽB V NEPREMIČNINE V OBDOBJU 1996 -2002 V SLOVENIJI (vrednosti v SIT)

	garsonjere velik. 28 m2			dvosobno stan. velik. 55 m2			pisarne velik. 100 m2			trg.lokal velik. 50 m2		
	cena/m2	najemn.m	stroški	cena/m2	najemn.m.	stroški	cena/m2	najemn.m.	stroški	cena/m2	najemn.m.	stroški
<i>nakup dec.1995</i>	-198.016		2% provizija	-181.668		2% provizija	-178.944		2% provizija	-359.558		2% provizija
<i>najemnina 1996</i>		37.975,0	1,0% inv.vzdr.		60.120,0	1,0% inv.vzdr.		180.444,0	1,0% inv.vzdr.		123.030,0	1,0% inv.vzdr.
<i>najemnina 1997</i>		35.636,0	1,0% inv.vzdr.		56.417,0	1,0% inv.vzdr.		169.329,0	1,0% inv.vzdr.		115.452,0	1,0% inv.vzdr.
<i>najemnina 1998</i>		33.849,0	1,0% inv.vzdr.		53.589,0	1,0% inv.vzdr.		160.839,0	1,0% inv.vzdr.		109.663,0	1,0% inv.vzdr.
<i>najemnina 1999</i>		33.453,0	1,0% inv.vzdr.		52.962,0	1,0% inv.vzdr.		158.960,0	1,0% inv.vzdr.		108.381,0	1,0% inv.vzdr.
<i>najemnina 2000</i>		36.112,0	1,0% inv.vzdr.		60.773,0	1,0% inv.vzdr.		147.541,0	1,0% inv.vzdr.		108.899,0	1,0% inv.vzdr.
<i>najemnina 2001</i>		35.290,0	1,0% inv.vzdr.		59.388,0	1,0% inv.vzdr.		144.179,0	1,0% inv.vzdr.		106.418,0	1,0% inv.vzdr.
<i>najemnina 2002</i>		34.272,0	1,0% inv.vzdr.		57.675,0	1,0% inv.vzdr.		140.021,0	1,0% inv.vzdr.		103.349,0	1,0% inv.vzdr.
<i>prodaja dec.2002</i>	239.962		4% (proviz.+d.)	191.228		4% (proviz.+d.)	190.301		4% (proviz.+d.)	242.346		4% (proviz.+d.)
<i>strošek l.kap. 8,0%</i>		IRRbruto	9,9%		IRRbruto	7,3%		IRRbruto	11,7%		IRRbruto	2,9%
<i>strošek dolga 6,0%</i>		IRRpred davki	8,2%		IRRpred davki	5,7%		IRRpred davki	9,8%		IRRpred davki	1,1%
<i>reinv.st.donosa 2%</i>		MIIRRbruto	8,3%		MIIRRbruto	6,3%		MIIRRbruto	9,1%		MIIRRbruto	2,7%
		MIIRRpred davki	7,1%		MIIRRpred davki	5,2%		MIIRRpred davki	8,1%		MIIRRpred davki	1,4%

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

Benchmark

CAPM – Capital Asset Pricing Model

EREIT – Equity Real Estate Investment Trust

IRR – Internal Rate of Return

Management fee

MIRR – Modified Internal rate of Return

PI – Profitability Index

Risk grouping

Risk ratios

SML – Security Market Line

Survey approach

WACC – Weighted Average Cost of Capital

standard primerjave

model določanja cen dolgoročnih naložb

lastniški nepremičninski investicijski sklad

notranja stopnja donosa

provizija upravljalcu

popravljen notranja stopnja donosa

indeks donosnosti

uskupinjevanje sredstev glede na tveganje

razmerje tveganja posameznega projekta

glede na povprečno tveganje podjetja

premica trga vrednostnih papirjev

metoda primerjanja

tehtano aritmetično povprečje stroškov
kapitala