

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MITJA SVOLJŠAK

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
INVESTIRANJE V NEPREMIČNINE

Ljubljana, september 2002

MITJA SVOLJŠAK

KAZALO

UVOD	1
1. SPLOŠNO O NEPREMIČNINAH	2
1.1. PRAVNA OPREDELITEV NEPREMIČNIN	2
1.2. VRSTE NEPREMIČNIN	3
1.3. LASTNOSTI NEPREMIČNIN	3
1.4. VREDNOST NEPREMIČNIN	5
2. INVESTIRANJE IN FINANCIRANJE NEPREMIČNIN ZA STANOVANJSKE NAMENE	6
2.1. HIPOTEKARNO FINANCIRANJE NEPREMIČNIN	7
2.1.1. Tveganja in vrste hipotekarnih posojil	7
2.1.2. Sekundarni trg hipotekarnih posojil	9
2.2. LIZING NEPREMIČNIN	11
3. INVESTIRANJE IN FINANCIRANJE KOMERCIALNIH NEPREMIČNIN	13
3.1. NAJEMNA POGODBA IN OBLIKOVANJE NAJEMNIN	13
3.2. TRG NEPREMIČNIN IN TRG KAPITALA	15
3.2.1. Stopnja kapitalizacije	15
3.2.2. Povezava med trgom nepremičnin in trgom kapitala ter tržno ravnotežje	16
3.3. DOLŽNIŠKO FINANCIRANJE KOMERCIALNIH NEPREMIČNIN	18
3.3.1. Finančni vzvod	18
3.3.2. Obrestna točka preloma in vpliv obdavčitve	19
3.3.3. Mejni stroški dolžniškega financiranja	20
3.3.4. Finančni vzvod in tveganja	20
3.4. STRUKTURA DOLGA	21
3.4.1. Udeležbena posojila	21
3.4.2. "Sale-leaseback"	22
3.4.3. Izključno obrestna posojila	23
3.4.4. Posojila s "prirastki"	23
4. NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLADI	23
4.1. ZGODOVINA IN RAZVOJ REIT-OV	23
4.2. LASTNOSTI REIT-OV	24
4.3. VRSTE REIT-OV	25
4.3.1. Lastniški investicijski nepremičninski skladi	26
4.3.1.1. Vrste lastniških investicijskih nepremičninskih skladov	26
4.3.1.2. Računovodske posebnosti poslovnih izkazov	27
4.3.2. Hipotekarni investicijski nepremičninski skladi	29

5. TVEGANJE IN DONOSNOST INVESTICIJ V NEPREMIČNINE	30
5.1. VRSTE TVEGANJ	30
5.2. RAZVRSTITEV FINANČNIH NALOŽB GLEDE NA DONOSNOST IN TVEGANJE ..	32
5.3. VIRI PODATKOV	32
5.4. MERJENJE DONOSNOSTI IN TVEGANJA INVESTICIJ V NEPREMIČNINE – METODE IN REZULTATI	33
 6. TRG NEPREMIČNIN V SLOVENIJI	 37
6.1. STANOVANJSKE NEPREMIČNINE	37
6.1.1. Zgodovina in razvoj slovenskega trga nepremičnin	37
6.1.2. Značilnosti in problemi slovenskega trga nepremičnin	39
6.1.2.1. Lastniška struktura	39
6.1.2.2. Problemi nepremičninske evidence	41
6.1.2.3. Problemi postopkov izvršbe in izselitve	42
6.1.2.4. Davčna zakonodaja	42
6.1.3. Vloga Stanovanjskega sklada Republike Slovenije	44
6.1.4. Pregled gibanja cen na stanovanjskem trgu	45
6.2. NEPREMIČNINE, KI PRINAŠAJO DOHODEK	47
6.2.1. Zasebni najemni sektor	47
6.2.2. Podjetniški najemni sektor	48
6.3. HIPOTEKARNO FINANCIRANJE NEPREMIČNIN V SLOVENIJI	48
6.4. LIZING NEPREMIČNIN V SLOVENIJI	50
6.4.1. Položaj lizinga nepremičnin v Sloveniji in primerjava z evropskimi državami	50
6.4.2. Primerjava hipotekarnega posojila in lizinga nepremičnin	51
6.5. NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI	51
 SKLEP	 52
 LITERATURA	 53
 VIRI	 55

UVOD

Za slovenski trg kapitala lahko po več kot desetletju od osamosvojitve Slovenije še vedno trdimo, da je v procesu tako imenovane tranzicije. Na to trditev nas med drugim navaja ne le še vedno nedokončan proces privatizacije državnega premoženja in zamuda pri preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb, temveč tudi siceršnje stanje na trgu kapitala, za katerega je med drugim značilna relativno slaba likvidnost ter okrnjena ponudba različnih finančnih instrumentov. Nenazadnje, pomemben segment kapitalskega trga v razvitejših državah predstavlja tudi nepremičninski trg, ki pomeni eno izmed alternativ investiranja prihrankov gospodarskih subjektov, pomemben vir finančnih sredstev in zajema nezanemarljiv delež v bruto domačem proizvodu teh držav.¹ Zato ima slabša razvitost slovenskega nepremičninskega trga, ki je zgodovinsko pogojena in se kaže v majhnosti in zaprtosti, nedodelani zakonodaji in drugem, tudi širše negativne posledice. Razvitost nepremičninskega trga vpliva pozitivno ne zgolj na blaginjo prebivalstva zaradi lažje rešitve stanovanjskega problema, temveč, v povezavi z drugimi segmenti finančnega trga, tudi na splošno gospodarsko aktivnost ter na razvojni potencial gospodarstva kot celote. V diplomskem delu bom zato skušal prikazati nekatere značilnosti in zakonitosti, ki vladajo na trgih nepremičnin v razvitejših ekonomijah, kot zgled bom postavil trg nepremičnin v Združenih državah Amerike, ter osnovne značilnosti slovenskega nepremičninskega trga.

V prvem poglavju so našteje osnovne vrste in značilnosti nepremičnin, naslednji dve poglavji pa opisujeta nekatere bistvene značilnosti in principe pri investiranju v nepremičnine in sta vsebinsko ločeni glede na namen investiranja v nepremičnine.

Tako drugo poglavje zajema investiranje v nepremičnine za stanovanjske namene, kjer je podrobneje predstavljeno hipotekarno financiranje nepremičnin ter našteje nekatere institucije, ki se pojavljajo na ameriškem nepremičninskem trgu in ki igrajo pomembno vlogo pri financiranju nepremičnin. V tretjem poglavju pa sem se osredotočil na investiranje v nepremičnine, ki investitorju prinašajo določen dohodek, kjer so predstavljene različne možnosti oblikovanja najemnin, tveganja, ki jih je potrebno pri tem upoštevati ter način oziroma ustrezna struktura financiranja investicij v nepremičnine. Opisani so tudi različni kvantitativni kazalci, s katerimi se srečujemo na trgu nepremičnin ter povezava med trgov nepremičnin in trgov kapitala.

V četrtem poglavju so predstavljeni nepremičninski investicijski skladi, ki so pri nas dokaj neznana, v tujini pa vedno bolj uveljavljena oblika posrednega investiranja v nepremičnine. Naštete so njihove osnovne značilnosti, vrste in posebnosti, poudarek pa je tudi na donosnosti tovrstnih nepremičninskih naložb.

Peto poglavje podrobneje obravnava odnos med donosnostjo in tveganji, ki se pojavljajo pri investiranju v nepremičnine ter možnosti za zavarovanje pred njimi. V zadnjem, šestem

¹ V GDP ZDA je bil ta delež dokaj konstanten v preteklih letih in se je gibal okoli 11% (Hu, Pennington-Cross, 2001, str. 169).

poglavju, bom skušal prikazati nekatere osnovne značilnosti slovenskega nepremičninskega trga, predvsem stanovanjskega, ki je najbolj razvit, njegov razvoj, institucije ter probleme, ki hromijo njegovo delovanje.

1. SPLOŠNO O NEPREMIČNINAH

1.1. Pravna opredelitev nepremičnin

V našem pravu poznamo delitev stvari na premičnine in nepremičnine, pri čemer so nepremičnine opredeljene kot stvari, ki jih brez poškodbe njihove tvarine v prostoru ne moremo premakniti (Bevk, 1999, str. 3). Nepremičnine so poleg zgradb, stavb in podobnega tudi zemljišče, ki je opredeljeno kot prostorsko odmerjeni del zemeljske površine, ki je individualiziran z mejami. Vse ostale stvari, ki niso opredeljene kot nepremičnine oziroma nimajo narave zemljišč, so premičnine. V določenih primerih pa se lahko tudi nekateri predmeti, ki se samostojni uvrščajo med premičnine, obravnavajo kot nepremičnine, ker v trenutku vgraditve v nepremičnino postanejo njen sestavni del. Takim predmetom pravimo **pritikline**, ki so bodisi predmet, ki bi po njegovi odstranitvi pustil nepremičnino nepopolno (plinovod, električna napeljava,...), je bil izdelan posebej za določeno nepremičnino (zastori narejeni po meri, ključ vhodnih vrat) ali pa se dokaže, da je bil predviden za pritiklino (lastnikove izjave sosedom) (Cirman et al., 2000, str. 2).

Ameriško pravo ločuje *fizično komponento* nepremičnin, ki jo označuje z izrazom **real estate** in se nanaša na zemljišče in vse izboljšave, narejene na zemljišču (vključujoč zgradbe ipd.). Na drugi strani z izrazom **real property** označuje *pravice*, ki so povezane z lastništvom teh zemljišč in izboljšav. Morda lahko omenim še izraz **personal property**, ki označuje lastniške pravice na stvareh, ki niso zajete pod pojmom real estate (torej pravice na premičninah), razen ti. pritiklin (ang. **fixtures**) (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 10).

Pravo evropskih držav dokaj različno opredeljuje pojem nepremičnine. V nemškem pravu delitve stvari na premičnine in nepremičnine v klasičnem pomenu besede ne zasledimo. Izogiba se uporabi izraza nepremičnina in delitvi stvari na premičnine in nepremičnine. Za premičnine štejejo vse stvari, na katerih lahko obstaja lastninska pravica, posebej pa se obravnava zemljišče, ki je opredeljeno kot odmerjeni del zemeljske površine, ki se zemljiškoknjižno vodi kot zemljišče. Nemškemu zakoniku je podoben švicarski, ki se tudi naslanja na pojem lastninske pravice in definira lastninsko pravico na tleh. Predmet te lastninske pravice so zemljišča, pri čemer se za zemljišče štejejo zemljiške parcele (za katere uporabljajo izraz nepremičnina), v zemljiško knjigo vpisane pravice, rudniki in solastniški deleži na zemljiščih (Bevk, 1999, str. 2).

Najnovejši med evropskimi civilnimi zakoniki, ki opredeljuje nepremičnine, je nizozemski civilni zakonik, ki določa, da so nepremičnine zemljišča, minerali, rastline, spojene z zemljišči, stavbe in naprave, ki so trajno spojene z zemljiščem, bodisi neposredno bodisi prek inkorporacije z drugo zgradbo ali napravo. Vse druge stvari so premičnine (Bevk, 1999, str. 2).

1.2. Vrste nepremičnin

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

a) Stanovanjske nepremičnine

- eno ali več družinske stanovanjske zgradbe
- stavbna zemljišča za stanovanja

b) Poslovne nepremičnine

- trgovine in trgovski centri
- pisarniške zgradbe
- gledališča, hoteli, moteli
- stavbna zemljišča za poslovno dejavnost

c) Industrijske nepremičnine

- tovarne, skladišča, rudniki
- stavbna zemljišča za industrijsko dejavnost

č) Kmetijske nepremičnine

- kmetije in živinorejske farme
- rekreacijske nepremičnine
- neuporabljena razvita zemljišča ob urbanih območjih

d) Nepremičnine za posebne namene

- izobraževalne institucije, religiozne institucije
- bolnišnice, domovi za upokojence
- pokopališča, igrišča za golf

e) Javne nepremičnine

- avtoceste, pošte, parki, upravne zgradbe, šole in druge nepremičnine namenjene javni uporabi

1.3. Lastnosti nepremičnin

Lastnosti nepremičnin kot tržnih proizvodov lahko razvrstimo v naslednje skupine (Cirman et al., 2000, str. 3):

a. Fizične lastnosti

Osnovna lastnost nepremičnin je njihova nepremičnost, vendar le za zemljišča lahko trdimo, da so resnično nepremična. Zgradbe in druge izboljšave je namreč mogoče premikati, vendar pa je vsak tak premik povezan z velikimi stroški in se zato zgodi le izjemoma. Podobno velja neuničljivost nepremičnin, pri čemer neuničljivost zemljišč omogoča dolgo življenjsko dobo tudi zgradbam in drugim izboljšavam. Pri tem je potrebno upoštevati ekonomsko trajnost

nepremičnine, ki je odvisna od različnih vplivov iz okolja in se lahko zato razlikuje od fizične življenjske dobe nepremičnine. Naslednja fizična lastnost nepremičnin je heterogenost ali raznovrstnost, saj ni mogoče najti dveh popolnoma enakih zemljišč, zgradb in drugih stvari, ki jih uvrščamo med nepremičnine.

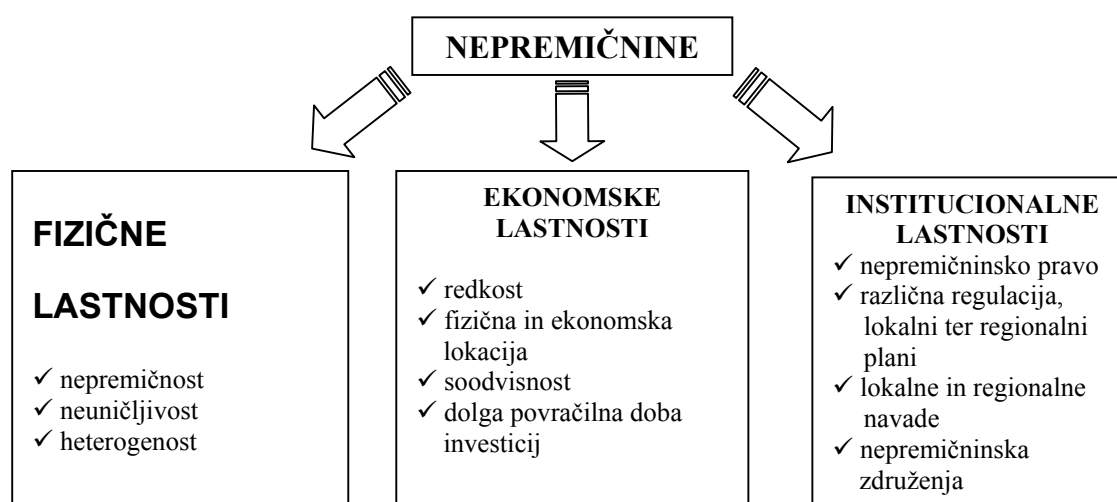
b. Ekonomske lastnosti

Redkost nepremičnin, oziroma njihova nezadostna ponudba, je zaradi fiksne fizične ponudbe zemljišč eno izmed osnovnih ekonomskih vprašanj povezanih z nepremičninami. V primeru povečanja povpraševanja, z večjo in intenzivnejšo uporabo zemljišč in prostora, lahko povečamo njihovo ponudbo, zato gre le za relativno redkost zemljišč. Fizična in predvsem ekonomska lokacija nepremičnin vplivata na različno uporabo in vrednost nepremičnin. Na odločitve posameznikov in skupin glede lokacij nepremičnin, vplivajo predvsem njihova dostopnost, izpostavljenost lege in osebne preference. Za nepremičnine je značilno medsebojno vplivanje uporab, izboljšav in vrednosti, s skupnim imenom soodvisnost nepremičnin. Pomembna ekonomska karakteristika je tudi dolga povračilna doba nepremičninskih investicij.

c. Institucionalne lastnosti

Nepremičninski zakoni in različne regulacije, kot so lokalni in regionalni prostorski plani, nadzori najemnin, nadzor razparceliranja in podobno, imajo močan vpliv na nepremičnine. Na vrsto, izgled in uporabo nepremičnin vplivajo tudi lokalne in regionalne navade. Na poslovanje z nepremičninami in razvoj skupnosti pa bolj ali manj vplivajo še razna nepremičninska združenja in organizacije.

Slika 1: Osnovne lastnosti nepremičnin



Vir: Cirman et al., 2000, str. 2.

1.4. Vrednost nepremičnin

Vrednost nepremičnin je, podobno kot pri ostalih tržnih produktih, odvisna od stroškov, ki so potrebni za njihovo pridobitev, prav tako pa tudi od subjektivnih ocen (preferenc) udeležencev v procesu menjave. Pri tem je potrebno ločiti vsaj dve vrsti vrednosti (Cirman et al., 2000, str. 14):

- a) vrednost v uporabi, ki je osebna ocena vrednosti in se oblikuje z vidika specifičnega uporabnika ter
- b) vrednost v menjavi ali tržno vrednost, v obliki cene, ki jo nepremičnina doseže v procesu menjave.

Seveda se lahko tržna vrednost, na nepopolnem trgu nepremičnin, pomembno razlikuje od subjektivne ocene posameznih ekonomskih subjektov. Objektivna ocena tržne vrednosti nepremičnine je pogosto zaupana nepristranskim strokovnjakom – cenilcem in predstavlja cenovno osnovo v procesu nakupa oziroma prodaje nepremičnine, pri določitvi višine posojila za nakup nepremičnine, v raznih postopkih preoblikovanja podjetij (spojitve, stečaji) idr.

Glede na namen cenitve ločimo še več drugih vrst vrednosti nepremičnin: kreditna ali hipotekarna vrednost, obdavčljiva vrednost, zavarovalna vrednost, "going concern" vrednost in druge (Cirman et al., 2000, str. 15). Postopek cenitve nepremičnine lahko razdelimo na naslednje korake (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 273):

1. ugotovitev fizičnih in pravnih lastnosti nepremičnine (velikost, starost, morebitna hipotekarna obremenjenost ipd.)
2. določitev vrst nepremičninskih pravic, ki bodo predmet cenitve (npr. popolna ali le delna lastninska pravica na nepremičnini)
3. določitev namena cenitve (kupoprodajna pogodba, izvršba, idr.)
4. določitev datuma, na katerega se nanaša ocena (zaradi stalno spreminjajočih se tržnih razmer)
5. zbiranje in analiziranje podatkov
6. uporaba metod za dokončno oceno vrednosti nepremičnine.

Pri individualnem vrednotenju nepremičnin poznamo tri osnovne metodološke pristope (Cirman et al., 2000, str. 19):

- a) Tržni pristop oziroma pristop primerljivih prodaj. Je sorazmerno enostaven in zelo realističen. Zanj je značilno, da je najbolj neposredno vezan na tržne podatke. Temelji na principu substitucije, kar pomeni, da naj bi bil racionalni kupec za nepremičnino pripravljen plačati največ toliko, kolikor znašajo stroški pridobitve podobne nepremičnine z enako koristnostjo. Tržno vrednost ocenjevanе nepremičnine tako lahko razberemo iz prodajnih cen primerljivih nepremičnin.

- b) Dohodkovni pristop. Uporablja se običajno pri vrednotenju nepremičnin, ki prinašajo nek stalen dohodek. Vrednost nepremičnine predstavlja znesek, ki bi ga bil kupec pripravljen plačati za pridobitev pravice prejetanja vseh prihodnjih čistih donosov nepremičnine. Pri tem je za oceno vrednosti potrebno določiti (oceniti) vse prihodnje denarne tokove od nepremičnine ter kapitalizacijsko stopnjo (diskontno stopnjo), o čemer pa bo več govora v naslednjih poglavjih.
- c) Stroškovni pristop pa temelji na logiki nadomestitvene vrednosti, saj naj bi bil racionalen kupec pripravljen za nepremičnino plačati največ toliko, kolikor bi znašali minimalni stroški izgradnje primerljive nepremičnine, tj. nepremičnine z enako uporabno vrednostjo. Pri tem je potrebno oceniti vrednost zemljišča in prišteti stroške nadomestitve, od te vsote pa odšteti dosedanje amortizacije obstoječih objektov.

Izbira metode je odvisna od vrste ocenjevanje nepremičnine, namena vrednotenja in kakovosti vhodnih podatkov, vsaka izmed njih pa ima tudi specifične pomanjkljivosti, zato do najboljših rezultatov običajno pridemo z upoštevanjem rezultatov vseh treh metod, kar pa seveda posledično povzroča tudi višje stroške vrednotenja.

2. INVESTIRANJE IN FINANCIRANJE NEPREMIČNIN ZA STANOVANJSKE NAMENE

Rešitev stanovanjskega vprašanja predstavlja za večino posameznikov enega izmed največjih finančnih problemov v življenju, zato je pred odločitvijo smotno pretehtati različne alternative, ki so na voljo za rešitev tega problema. Najprej je potrebno razmisliti ali investirati v nakup nepremičnine ali se morda raje odločiti za njen najem. Vsaka od možnosti ima svoje prednosti in slabosti – z nakupom nepremičnine si lahko zagotovimo večjo varnost (odpravimo tveganje npr. odpovedi najemniške pogodbe), večjo suverenost pri preurejanju in spreminjanju stanovanjske površine, nenazadnje tudi večji ugled v družbi. Seveda predstavlja nakup relativno velik finančni zalogaj, večje oportunitetne stroške investiranja finančnih sredstev, prevzamemo tveganje zmanjšanja vrednosti nepremičnine, zmanjša se mobilnost (možnost preselitve v drug kraj), z nakupom nepremičnine pa so povezani tudi višji stroški vzdrževanja. Na drugi strani je z najemniškim statusom povezana večja mobilnost, manjši stroški vzdrževanja, poveča pa se odvisnost od najemodajalca, zmanjša varnost itd.

Kot rečeno, predstavlja investicija v nepremičnino za večino posameznikov relativno velik finančni zalogaj, zato se je pred odločitvijo potrebno vprašati tudi, na kakšen način jo financirati. Pri tem ločimo financiranje z lastniškim kapitalom, z dolžniškim kapitalom ali s kombinacijo obeh. Največkrat se uporablja slednja varianta, kjer je potrebno ugotoviti tudi ustrezno razmerje med obema vrstama financiranja – ustrezno strukturo dolga, o čemer pa bo več govora v

kasnejših poglavjih. Na tem mestu bom predstavil nekatere osnovne značilnosti hipotekarnih posojil, ki so v tujini tudi najpogostejši način dolžniškega financiranja nakupa nepremičnine.²

2.1. Hipotekarno financiranje nepremičnin

Pri dolžniškem financiranju ločimo nezavarovana in zavarovana posojila. Pri nezavarovanih posojilih posojilodajalec za posojilo ne zahteva posebnega zavarovanja. Kot posojilodajalci se pojavljajo predvsem poslovne banke, hranilnice, hranilno posojilna združenja, ki nudijo nenamenska in manjša namenska posojila. Tovrstno financiranje običajno predstavlja marginalen vir sredstev za posojilojemalca, saj odobreni zneski običajno dosegajo le majhen odstotek vrednosti nepremičnine. Na drugi strani poznamo zavarovana posojila, zavarovanja pa so lahko v obliki posebnih zavarovalnih polic, poroštev, vrednostnih papirjev ipd., kot zavarovanje pa lahko služi tudi sama nepremičnina (Cirman et al., 2000, str. 52).

Hipoteko lahko torej opredelimo kot zavarovanje upnikove terjatve z zastavo nepremičnine. Posojilodajalec – upnik, kjer se običajno pojavljajo specializirane hipotekarne banke in hranilnice, pa tudi nepremičninski skladi, pokojninski skladi, razne državne agencije idr., z vpisom zastavne pravice v zemljiško knjigo pridobi prednostno pravico do poplačila svoje terjatve iz prodajne vrednosti nepremičnine v primeru, ko posojilojemalec – dolžnik ni zmožen odplačevati svojega dolga, pod pogoji, določenimi v posojilni pogodbi.

Hipoteka na urejenem nepremičninskem trgu predstavlja posojilodajalcem odlično zavarovanje za posojilo (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 21), hkrati pa prinaša koristi tudi posojilojemalcu, saj lahko na tej osnovi pridobi bistveno višje posojilo za nakup nepremičnine³. V nadaljevanju je predstavljenih nekaj najpogostejših vrst hipotekarnih posojil, ki določajo višino odobrenega posojila, način odplačevanja posojila ter tveganja, ki jih prevzemata obe pogodbeni stranki.

2.1.1. Tveganja in vrste hipotekarnih posojil

Eno izmed najpomembnejših tveganj pri hipotekarnih posojilih je tveganje, da posojilojemalec ne bo zmožen izpolnjevati določil posojilne pogodbe – plačevati pogodbeno določenih anuitet. V takih primerih ima posojilodajalec možnost, da bodisi uvede moratorij na izplačevanje anuitet, prilagodi amortizacijski načrt, prenese hipoteko na drugega lastnika ipd. (angl. **"workouts"**) bodisi zahteva izvršbo – poplačilo terjatve s prodajo nepremičnine, odvisno od vzrokov, ki so privedli do neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti.

Zaradi zavarovanja pred tovrstnim tveganjem sta za posojilodajalca posebej pomembna naslednja dva kazalca:

² Glej Brueggeman, Fisher, 1997, str. 21.

³ V ZDA predstavlja znesek hipotekarnega posojila običajno do 80%, v zadnjem času pa tudi do 90% vrednosti nepremičnine (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 166).

- a) razmerje med anuitetnim plačilom in dohodki posojilojemalca
- b) razmerje med zneskom odobrenega posojila in vrednostjo nepremičnine pod hipoteko

Razmerje anuiteta/dohodek je pomembno z vidika posojilojemalčeve zmožnosti plačevanja (npr. mesečnih) anuitet z (mesečnim) dohodkom, ki ga ima na razpolago. Pri tem je potrebno upoštevati vse obveznosti, ki že (ali pa še bodo) bremenile njegov dohodek – morebitna plačila obresti na druga posojila, zavarovalnih premij, alimentacij, davkov ipd. – upoštevati je potrebno dejansko razpoložljiv dohodek, poleg tega pa še posojilojemalčevo preteklo finančno poslovanje, ostalo premoženje in drugo. Podobno je znesek odobrenega kredita odvisen od vrednosti nepremičnine, saj le-ta predstavlja zavarovanje za primer nastopa plačilne nesposobnosti.

Očitno višje vrednosti obeh koeficientov predstavljajo za posojilodajalca večje tveganje in temu primerno bo prilagodil višino zaračunane obrestne mere ali pa se bo pred tveganjem zavaroval pri tretjih osebah (zavarovalnice, ki ponujajo življenjsko zavarovanje, vladne agencije,...). Posojilodajalec mora poleg višine obrestne mere določiti tudi vrsto obrestne mere – ali **fiksno obrestno mero**, ki se v času odplačevanja posojila ne spreminja ali **spremenljivo obrestno mero**, ki se prilagaja spremembam v gospodarskem okolju (najpogosteje je vezana na inflacijo oziroma na indeks cen življenjskih potrebščin).

Z vidika tveganja nezmožnosti plačila obveznosti lahko hipotekarna posojila razdelimo na naslednje vrste (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 166):

- a) **Klasična hipotekarna posojila** (angl. **conventional mortgage loans**). Poleg določitve vrste obrestne mere in razmerja anuiteta/dohodek, se z določitvijo koeficienta znesek posojila/vrednost nepremičnine določi tudi višina posojilojemalčevega vložka lastniškega kapitala (angl. **down payment, equity**). Če znaša ta koeficient npr. 0,8, pomeni, da bo posojilojemalcu odobreno posojilo v višini 80% vrednosti nepremičnine, sam pa bo moral s pologom zagotoviti sredstva v višini preostalih 20% vrednosti nepremičnine. V primeru izvršbe se posojilodajalec poplača iz iztržka ob prodaji nepremičnine, če pa ta ne zadošča (npr. cena nepremičnin na trgu pade in je nižja, kot je bilo predvideno ob odobritvi posojila), se posojilodajalec poplača iz omenjenega 20-odstotnega lastniškega vložka posojilojemalca in eventualno tudi iz ostalega premoženja.
- b) **Zavarovana klasična hipotekarna posojila** (angl. **insured conventional mortgage loans**). Od zgornjih se razlikujejo v tem, da posojilodajalec odobri posojilo tudi za več kot 80% (običajno do 95%) vrednosti nepremičnine, če so ocenjeni dohodki posojilojemalca in lastnosti nepremičnine (lokacija ipd.) zadovoljivi, in če teh dodatnih 15% zavaruje pri tretjih osebah, ki posojilodajalcu jamčijo poplačilo terjatve v primeru nastopa plačilne nesposobnosti dolžnika. Tovrstna zavarovanja nudijo razne finančne institucije, npr. zavarovalnice, ki za prevzemanje tveganja posojilojemalcu (kupcu nepremičnine) zaračunajo ustrezno premijo.
- c) **Hipotekarno posojilo zavarovano s strani Zvezne stanovanjske uprave** (angl. **Federal Housing Administration – FHA**). FHA je bila ustanovljena leta 1934 v ZDA,

po znani gospodarski krizi v začetku 30. let, z namenom stabilizirati nepremičninsko industrijo in omogočiti pridobitev stanovanj družinam z nižjimi dohodki. V nasprotju s prejšnjimi vrstami hipotekarnih posojil, FHA prevzame nase celotno tveganje morebitne nezmožnosti izpolnjevanja pogodbenih obveznosti posojilojemalca. Za pridobitev tovrstnega zavarovanja morajo posojilojemalci izpolnjevati vrsto dokaj rigoroznih pogojev, zavarovanje je namenjeno predvsem za financiranje nepremičnin nižjega cenovnega razreda in je cenovno navzgor omejeno, posojilojemalci pa za zavarovanje FHA plačajo ustrezno zavarovalno premijo.

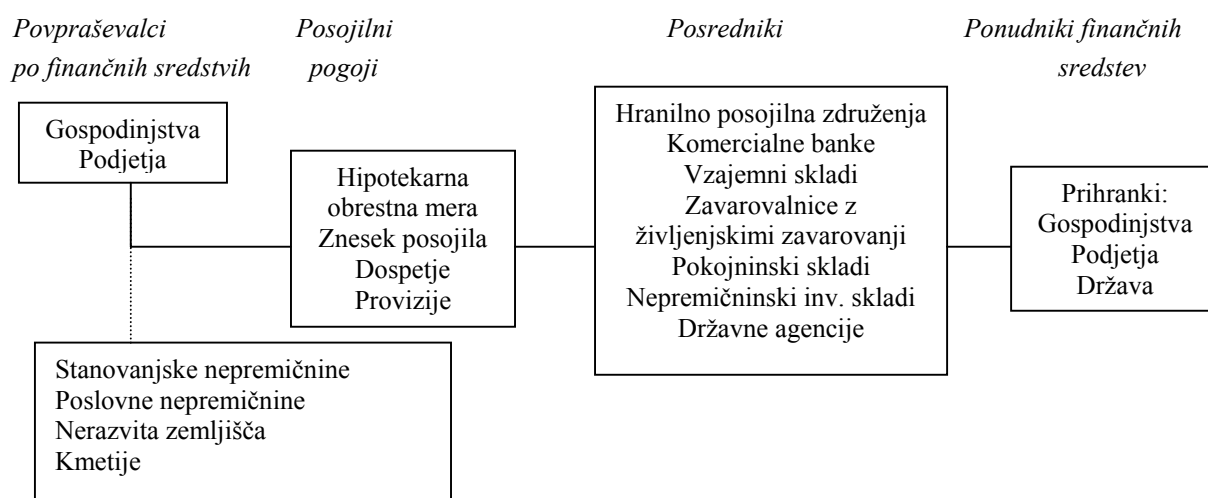
- d) **Hipotekarno posojilo zavarovano s strani Vladne službe za veterane** (angl. **Department of Veteran Affairs – VA**). Podobno kot FHA tudi VA zagotavlja poplačilo upnika v primeru plačilne nesposobnosti dolžnika, pri čemer mora imeti le-ta status vojnega veterana, vsota za katero VA jamči pa običajno znaša 25% vrednosti nepremičnine – približno toliko, kot znaša lastniški vložek pri klasičnih hipotekarnih posojilih. Posojilojemalcem, ki pridobijo garancijo VA, za to ni potrebno plačati nobenih premij, vse dejansko nastale izgube (plačila posojilodajalcem) pa krije ameriška vlada s sredstvi iz proračuna.

Hipotekarna posojila lahko delimo tudi na podlagi načina amortizacije, kjer ločimo **izključno obrestna posojila** (anuitete zajemajo zgolj plačilo obresti, glavnica zapade v plačilo z zadnjim obrokom) ali **amortizirana posojila** (vsaka anuiteta vključuje tudi del odplačila glavnice) (Cirman et al., 2000, str. 57).

2.1.2. Sekundarni trg hipotekarnih posojil

V prejšnjem poglavju sem predstavil glavne značilnosti trga hipotekarnega financiranja nepremičnin. Njegove udeležence lahko strnemo v naslednjem prikazu:

Slika 2: Udeleženci primarnega hipotekarnega trga



Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 558.

Začetki listinjenja premoženja segajo v leto 1970, ko se je ameriška vlada odločila rešiti krizo, ki je vladala v takratšnjem bančnem sektorju. Tedaj je državna agencija Ginnie Mae (angl. Government National Mortgage Association – GNMA) izdala prve pretočne obveznice, katerih osnovo so predstavljala hipotekarna posojila (Mohorič, 2000a, str. 2). Listinjenje premoženja lahko opredelimo kot izdajanje vrednostnih papirjev na podlagi posojil ali terjatev, ki se odstranijo iz bilance prvotnega upnika, pri čemer nominalna vrednost izdaje in kuponska obrestna mera odsevata značilnosti prvotnih posojil. Z listinjenjem se lahko finančna institucija (prvotni upnik) znebi dolgoročnega nelikvidnega premoženja, zmanjša izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere in zniža stroške financiranja (izda hipotekarne obveznice, ki so zavarovane s prvovrstnim premoženjem, ki je v očeh kupcev obveznic manj tvegano kot sama banka-bančne obveznice) (Mohorič, 2000, str. 4).

Vzroke za razvoj in izrazito rast sekundarnega trga hipotekarnih posojil lahko najdemo v (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 584):

- 1) potrebi po trgu, kjer bi izdajatelji hipotekarnih posojil lahko hipoteke prodajali in z zbranimi sredstvi odobraval nova hipotekarna posojila
- 2) potrebi po tržnem mehanizmu, ki bi omogočal pretok prihrankov med različnimi regijami in s tem prenos sredstev od regij, kjer je obstajala presežna ponudba prihrankov do tistih s presežnim povpraševanjem po hipotekarnih posojilih
- 3) deregulaciji depozitnih finančnih institucij in ugodnejši davčni obravnavi pokojninskega varčevanja, s čemer so se prihranki preusmerili iz konvencionalnih naložb (bančne vloge, blagajniški zapisi) v nove alternativne oblike naložb, ki so se, ob pomoči državnih institucij, začele pojavljati tudi s strani hipotekarnih posrednikov
- 4) dolgoročni usmeritvi zvezne vlade v zagotavljanje stabilnega sistema nepremičninskega financiranja in spodbujanje lastništva nepremičnin

V ZDA se z izdajanjem pretočnih⁴ hipotekarnih obveznic in zagotavljanjem likvidnosti sekundarnega trga hipotekarnih posojil ukvarjajo tri agencije: Ginnie Mae (GNMA), Freddie Mac (FHLMC) in Fannie Mae (FNMA).

Vladno nacionalno hipotekarno združenje (angl. **Government National Mortgage Association – GNMA**) nastalo leta 1968 iz dela FNMA in je kot edina od omenjenih treh agencij v lasti ameriške države. Ima najvišjo oceno kreditnega tveganja (AAA/Aaa), njene obveznice pa veljajo za netvegano naložbo. Njeni poglavitni nalogi sta sponzoriranje programov listinjenja hipotekarnih posojil komercialnih in hipotekarnih bank ter hranilnic, poleg tega pa zagotavlja dodatno jamstvo za tiste pretočneobveznice, ki so prvotno zavarovane pri Federal Housing Administration (FHA), Veterans Administration (VA) ali Farmers Home Administration (FmHA), kjer zagotavlja pravočasna plačila imetnikom pretočnih obveznic tudi v primeru, ko prvotni dolžniki ne poravnajo svojih obveznosti (Mohorič, 2000a, str. 2).

Zvezno združenje za hipotekarna stanovanjska posojila (angl. **Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC**) je bilo ustanovljeno leta 1970, z namenom pomagati pri

⁴ Glede na način razporejanja denarja od bančnih dolžnikov med imetnike obveznic ločimo pretočne obveznice (angl. **pass-through**) in nepretočne obveznice (angl. **pay-through**) (Mohorič, 2000, str. 4).

zagotavljanju likvidnega sekundarnega trga hipotekarnih posojil in tako povečevati sredstva, ki so na voljo za nova stanovanjska posojila. Organiziran je kot delniška družba, v lasti zveznih bank za stanovanjska posojila, pri državni zakladnici pa ima kreditno linijo v višini 2,25 milijarde dolarjev, kar tržni udeleženci razumejo kot implicitno državno garancijo, ki ji, podobno kot GNMA, zagotavlja najvišjo oceno kreditnega tveganja. Sodeluje lahko tudi pri listinjenju tistih posojil, ki nimajo jamstva FHA, VA ali FmHa, v praksi pa sodeluje predvsem s hranilnicami. Izdaja pretočne obveznice, na podlagi privatnih hipotekarnih posojil (komercialne, hipotekarne, investicijske banke, hranilnice, zavarovalnice idr.) pa tudi nepretočne. Pretočne obveznice izda na podlagi nakupa hipotekarnih posojil (tj. z gotovino) oziroma z zamenjavo za obveznice. Ker zagotavlja pravočasno plačilo imetnikom obveznic tudi, ko primarni dolžniki zamujajo s plačili, obstajajo kriteriji, ki jih morajo posojila izpolnjevati, da jih FHLMC lahko kupi (najvišji dovoljeni znesek posojila, najvišji dovoljeni delež posojila glede na vrednost nepremičnine) (Mohorič, 2000a, str. 3).

Zvezno nacionalno hipotekarno združenje (angl. **Federal National Mortgage Association – FNMA**), je bilo ustanovljeno leta 1938 z glavnim namenom, da oblikuje sekundarni trg hipotekarnih posojil. Sprva je FNMA kupovala od posojilodajalcev le tista posojila, ki so bila zavarovana pri FHA in VA, leta 1972 pa je začela kupovati tudi nezavarovana posojila. Leta 1968 se je razdelila na dva dela in se oblikovala kot delniška družba. Obveznice, ki jih izda FNMA in so pokrite s hipotekarnimi posojili, imajo najvišjo bonitetno oceno in implicitno državno garancijo, ker je FNMA pod delnim nadzorom države, pri kateri ima kreditno linijo v višini 2,25 milijarde USD. Tudi FNMA predpisuje kriterije, ki jih morajo izpolnjevati hipotekarna posojila, da jih kupi oziroma zamenja za izdane obveznice. FNMA izdaja tudi obveznice, ki nimajo državnega jamstva (Mohorič, 2000a, str. 3).

Obveznice ameriških agencij investitorjem odpirajo širok investicijski prostor z različnimi vrstami instrumentov, likviden sekundarni trg, visoko stopnjo varnosti in donose, ki so višji od donosov obveznic s primerljivo bonitetno oceno. Posrednikom na primarnem hipotekarnem trgu omogočajo zmanjševanje tveganja in večjo likvidnost, s tem pa tudi posojilojemalcem dostopnejše možnosti financiranja investicij v nepremičnine.

2.2. Lizing nepremičnin

Lizing nepremičnine predstavlja zanimivo alternativo financiranja nakupa nepremičnine hipotekarnemu financiranju. Za razliko od hipotekarnega financiranja, ima pri lizingu lastninsko pravico na nepremičnini posojilodajalec, do plačila zadnjega obroka posojila. Ta razlika je še posebej pomembna v okolju, kjer obstaja neurejenost nepremičninske zakonodaje in nerazvitost kapitalskega trga, ki povzročajo visoke stroške in ovirajo izvršbo na nepremičnini, v primeru nastopa plačilne nesposobnosti posojilojemalca. Tak primer je tudi Slovenija, zato ne čudi, da je tovrstno financiranje nepremičnin vse bolj priljubljeno tudi pri nas.

Z vidika lastništva je leasing nepremičnin v bistvu nekakšen hibrid med hipotekarnim financiranjem in najemom nepremičnine. Lizingodajalec nepremičnino, ki jo ima že ima v lasti

ali pa jo kupi ob sklenitvi pogodbe o lizingu, le-to "oddaja" lizingojemalcu, ki za to plačuje mesečne obroke posojila ("najemnino"), ob koncu pogodbe pa lahko lizingojemalec (če želi) postane tudi lastnik nepremičnine (kot je to v primeru hipotekarnega financiranja nakupa nepremičnine).

Pomembna prednost lizinga pred hipotekarnim financiranjem je tudi v višini lastnih sredstev, ki jih mora v investicijo vložiti posojilojemalec. Pri hipotekarnem financiranju je ta vložek relativno velik (še posebej v Sloveniji, kjer so banke pripravljene odobriti hipotekarno posojilo največ v višini 50% vrednosti nepremičnine, najpogosteje pa le do 30%). Prav tako je potrebno pri hipotekarnih posojilih izpolnjevati dokaj stroge pogoje in zahteve glede plačilne sposobnosti in danih zavarovanj, medtem ko ima lizingodajalec več manevrskega prostora, saj ostaja do plačila zadnjega obroka lizinga, lastnik nepremičnine (Cirman et al., 2000, str. 62).

Splošni pogoji za odobritev lizinga za nepremičnine fizičnim osebam se v Sloveniji bistveno ne razlikujejo od bančnih in so odvisni od bonitete stranke. Obrok lizinga naj ne bi presegal 40% neto plače, upoštevajo se lahko tudi drugi dokazljivi prihodki lizingojemalca, lizinške hiše pa financirajo nakup v višini najmanj 70% vrednosti nepremičnine (lastni vložek lizingojemalca je največ 30% vrednosti nepremičnine). Lizing je mogoče tudi predčasno odkupiti od lizingodajalca, pri čemer je (praviloma za pravne osebe) potrebno plačati tudi pogodbeno kazen v višini do 3% vrednosti lizinga. Lizingojemalec lahko pred potekom pogodbe o zakupu nepremičnine zaprosi tudi za znižanje obroka zaradi, na primer, splošnega znižanja obrestnih mer (Gerovac, 2002, str.18).

Pri lizingu je zelo pomemben tudi davčni vidik, saj lizingojemalec plača davek na dodano vrednost tako na glavnico kot na obresti, česar pri najemu bančnega posojila ni. Prav tako je potrebno upoštevati plačilo davka na promet nepremičnin, ki se plača ob prenosu lastništva nepremičnine (tj. ob sklenitvi kupoprodajne pogodbe med lizingodajalcem in lizingojemalcem po poplačilu zakupa), osnova pa zajema vse obroke lizinga, obresti ter ostale stroške financiranja. Pri prometu z nepremičninami je potrebno plačati tudi davek od dobička iz kapitala, ki se odmeri, če lastnik proda nepremičnino v roku treh let od nakupa (tj. od sklenitve kupoprodajne pogodbe z lizingodajalcem) (Gerovac, 2002, str. 18).

Pri vsem tem je morda potrebno še opozoriti, da smo pri omenjanju lizinga vseskozi predpostavljali tako imenovani finančni lizing. Le-ta se razlikuje od poslovnega (operativnega) lizinga, predvsem z vidika računovodskega izkazovanja predmeta lizinga, kar je še posebej pomembno pri poslovnih izkazih pravnih oseb. Tako se pri finančnem lizingu, za razliko od poslovnega najema, nepremičnina evidentira kot osnovno sredstvo, katera se amortizira in tako zmanjšuje osnova za obračun davka iz dobička pravnih oseb. V Sloveniji obstaja dokaj nejasna kvantitativna ločnica med pojmom finančni in poslovni lizing – kvantitativno namreč ni določeno, kolikšna naj bi bila višina obrokov (v razmerju do poštene tržne vrednosti predmeta lizinga), da bi se lahko štelo, kdaj gre pri najemu za finančni lizing, prav tako ni natančno

določeno, kolikšna naj bi bila najemna doba (v razmerju do ekonomske oziroma uporabne dobe predmeta lizinga) (Bošnik, 2002a, str.19).

3. INVESTIRANJE IN FINANCIRANJE KOMERCIALNIH NEPREMIČNIN

Z izrazom komercialne nepremičnine označujemo tiste nepremičnine, ki investitorju prinašajo določen donos. Razlog za investicijo v nepremičnino ne predstavlja zgolj želja po realizaciji določene stopnje donosa na vložena sredstva, temveč tudi potencialni kapitalski dobiček (razlika med nakupno in prodajno vrednostjo nepremičnine), davčni učinki (plačane obresti na hipotekarni kredit se štejejo za davčno olajšavo) ter pozitivni učinki razpršitve premoženja (znižanje tveganja).

Komercialne nepremičnine so lahko stanovanjske nepremičnine, poslovni prostori, proizvodne hale, rekreacijske nepremičnine in druge. Investitor se lahko odloči za investicijo v že obstoječe nepremičnine ali pa v tiste, ki se še nameravajo zgraditi (angl. **development projects**); v diplomskem delu se bom osredotočil na prve. V nadaljevanju je opisanih nekaj najpomembnejših faktorjev, ki jih je pri tem potrebno upoštevati in ki določajo ali je investicija v določeno nepremičnino ekonomsko upravičena.

3.1. Najemna pogodba in oblikovanje najemnin

Pri ocenjevanju potencialnih donosov investicije in oblikovanju najemnin je potrebno poleg trenutnih faktorjev povpraševanja in ponudbe po določeni nepremičnini, trenutnih tržnih najemnin itd., upoštevati tudi splošne gospodarske in demografske projekcije oziroma napovedi za določeno gospodarstvo ali regijo (spremembe kupne moči, inflacija, selitve prebivalstva zaradi spremenjenih gospodarskih razmer, razvoj določene panoge na nekem območju, ustanavljanje podjetij, odpiranje dodatnih delovnih mest, spremembe zakonodaje ipd.).

V grobem lahko rečemo, da je donosnost investicij odvisna na eni strani od pričakovanih prihodkov in na drugi od stroškov, povezanih z investicijo. Pri investicijah v komercialne nepremičnine se tako pogosto srečujemo z izrazom *neto operativni dohodek (NOD)* (angl. **net operating income – NOI**), ki predstavlja razliko med dohodki iz dejansko prejetih najemnin (*efektivni bruto dohodek*, angl. **effective gross income**) in operativnimi stroški, povezanimi z nepremičnino, ki jih nosi investitor (najemodajalec). Neto operativni dohodek je razpoložljivi dohodek investitorja, s katerim pokrije stroške financiranja investicije – lastnike kapitala in dolžniške vire (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 252).

$\text{Neto operativni dohodek (NOD)} = \text{efektivni bruto dohodek} - \text{operativni stroški}$

Zgoraj omenjena tveganja sprememb v okolju določajo vsebino najemne pogodbe, s katero se določi, kolikšen del tveganja bo odpadel na posamezno stranko. Razporeditev tveganja se lahko

oblikuje z naslednjimi modifikacijami osnovne (začetne, prvotne) najemnine (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 243):

- a) pribitki na osnovno najemnino (periodično povečujejo osnovno najemnino, določeni so v odstotku in se v trajanju najemniške pogodbe ne spreminjajo)
- b) valorizirana najemnina (najemnina se povečuje za periodično stopnjo inflacije, običajno jo korigiramo z indeksom cen življenjskih potrebščin; povečanje ni znano vnaprej)
- c) udeležbena najemnina (uporablja se, kadar je najemnik pravna oseba in zagotavlja lastniku nepremičnine udeležbo na dobičku ali prihodkih najemnika; običajno mora najemnik plačati neko fiksno minimalno najemnino, ne glede na poslovni rezultat, prav tako pa je odstotna najemnina lahko omejena tudi navzgor)

Najemna pogodba mora vsebovati tudi določila, ki se tičejo operativnih stroškov – pri uporabi nepremičnine, pri čemer lahko vse stroške nosi ali najemodajalec ali najemnik, običajno pa se razdelijo med obe stranki. Pri tem se lahko določi meja, do katere nosi stroške najemodajalec, najemnik pa od te meje naprej in se mu prištejejo k osnovni najemnini. Odvisno od tržne moči udeležencev, si lahko najemnik "izbori" tudi določene ti. koncesije oziroma diskonte, npr. določeno število obdobj, v katerih mu najemodajalec ne bo zaračunaval nobenih najemnin za uporabo nepremičnine ali pa npr. določilo, s katerim se najemodajalec zaveže, da bo sam poravnal stroške izboljšav najetih prostorov. Eden izmed načinov za povečanje zanimanja najemnikov je tudi npr. ponudba najemniku lastniške udeležbe na nepremičnini. Najemna pogodba lahko vsebuje tudi druga določila, kot so možnost podaljšanja najemne pogodbe pod enakimi pogoji, pravica do prvega odstopa od podaljšanja najemne pogodbe (ena izmed strank, običajno najemnik, ima pravico, da odstopi od pogodbe, medtem, ko je npr. najemodajalec nima), idr. (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 245).

Ob tako raznovrstnih najemninah in klavzulah v najemnih pogodbah se seveda postavlja vprašanje primerljivosti najemnin na nepremičninskem trgu. Za to je potrebno izračunati ti. **efektivno najemnino**, ki upošteva časovno vrednost denarja in vplive različnih določil najemnih pogodb. Pri izračunu efektivne najemnine:

- 1.) Diskontiramo vse prihodnje neto operativne dohodke iz najemnin (NOD), s čimer dobimo njihovo neto sedanjo vrednost. Diskontni faktor (r) je odvisen od zahtevanega donosa lastnikov kapitala, obrestne mere pri dolžniškem financiranju investicije in razmerja med uporabljenim dolgom in lastniškim kapitalom (več o izračunu ustreznega diskontnega faktorja v poglavju 3.3.):

$$NSV_{NOD} = \frac{NOD_1}{1+r} + \frac{NOD_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NOD_n}{(1+r)^n}$$

- 2.) Sedanjo vrednost NOD nato s pomočjo anuitetnega diskontnega faktorja enakomerno porazdelimo na posamezna obdobja, za katero se zaračunavajo najemnine – s tem dobimo

najemnino (tj. efektivno najemnino), ki se skozi obdobja ne spreminja in ima enako neto sedanjo vrednost kot "neenakomerne" (pogodbene) najemnine:

$$Efektivna\ renta = \frac{NSV_{NOD}}{PVIFA_{r,n}}$$

PVIFA (angl. ***Present Value Interest Factor of Annuity***) predstavlja diskontni faktor, upoštevajoč ustrezno obrestno mero r in število obdobj n , s katerim prevedemo vrednost bodočih denarnih tokov (anuitet) na njihovo sedanjo vrednost (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 21):

$$PVIFA_{r,n} = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \Rightarrow NSV_A = A * PVIFA_{r,n}$$

3.2. Trg nepremičnin in trg kapitala

3.2.1. Stopnja kapitalizacije

Pri merjenju donosnosti investicije si investitorji v nepremičnine običajno pomagajo z izračunom **stopnje kapitalizacije** (angl. ***capitalization rate ali cap rate***), ki predstavlja razmerje med neto operativnim dohodkom prvega leta in vrednostjo nepremičnine (VN):

$$Stopnja\ kapitalizacije = \frac{NOD_1}{VN}$$

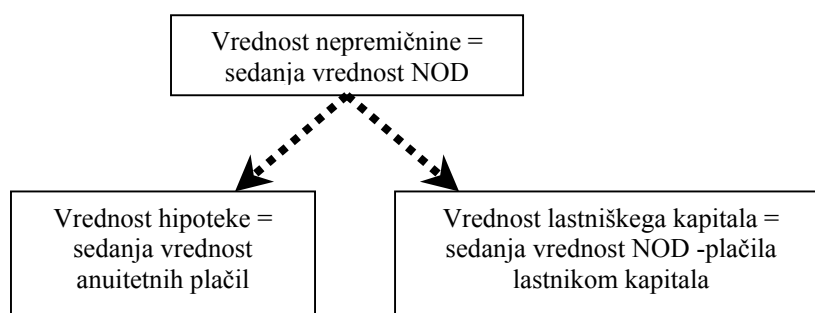
Stopnja kapitalizacije je s praktičnega vidika mnogo bolj uporabna kot izračun **notranje stopnje donosa** investicije. Praviloma se razlikuje od notranje stopnje donosa, saj upošteva zgolj neto operativni dohodek prvega obdobja (le-ta se v času običajno spreminja).⁵ Pomensko je stopnja kapitalizacije podobna reciproku kazalca P/E (cena/dobiček na delnico oz. angl. ***price/earnings***), saj prav tako predstavlja ceno, ki so jo investitorji pripravljeni plačati (vrednost nepremičnine - VN) za donos, ki ga ta nepremičnina prinaša (neto operativni dohodek – NOD). Zaradi tega, in dejstva, da je relativno enostavno izračunljiva, je stopnja kapitalizacije pogost pripomoček za oceno preценjenosti ali podcenjenosti določene nepremičnine. Pri tem je potrebno upoštevati, da se lahko stopnje kapitalizacije pri nepremičninah z enako tržno vrednostjo in enakim NOD v prvem obdobju razlikujejo, saj izražajo tudi pričakovanja investitorjev glede bodočih denarnih tokov iz nepremičnine. Kot bo prikazano v naslednjem odstavku, je vrednost nepremičnine

⁵ Notranja stopnja donosa je tista stopnja, s katero je potrebno diskontirati prihodnje denarne tokove investicije, da je neto sedanja vrednost investicije enaka nič. Stopnja kapitalizacije in notranja stopnja donosa bi bili enaki, če bi bili denarni tokovi (NOD) nespremenjeni skozi vsa obdobja diskontiranja.

pravzaprav enaka sedanji vrednosti bodočih denarnih tokov iz te nepremičnine, zato nižji denarni tokovi v prihodnosti pomenijo nižjo sedanjo vrednost nepremičnine in s tem višjo kapitalizacijsko stopnjo.

Čeprav je teoretično **vrednost nepremičnine (VN)** enaka neto sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov nepremičnine – NOD, pa lahko zaradi negotovosti oziroma nedoločenosti prihodnjih donosov, odstopa od trenutne tržne vrednosti nepremičnine, ki jo investitor lahko uporabi pri izračunu stopnje kapitalizacije.⁶ Sklepamo lahko tudi, da je vrednost nepremičnine, če jo gledamo z vidika financiranja, v bistvu enaka vsoti sedanje vrednosti dolga in sedanje vrednosti lastniškega kapitala (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 252):

Slika 3: Vrednost nepremičnine

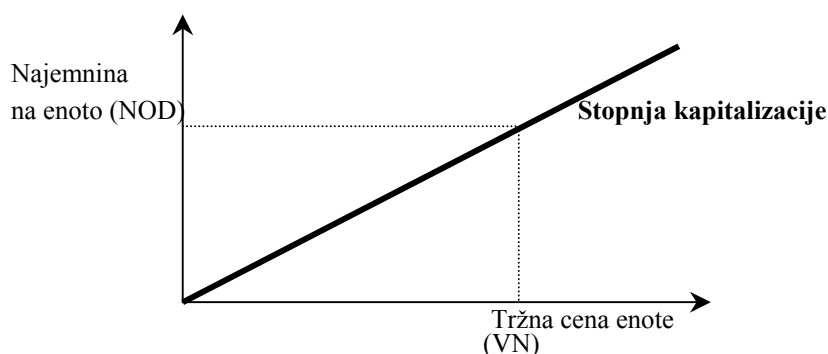


Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 253.

3.2.2. Povezava med trgom nepremičnin in trgom kapitala ter tržno ravnotežje

Trg kapitala lahko prikažemo grafično s stopnjo kapitalizacije:

Slika 4: Trg kapitala

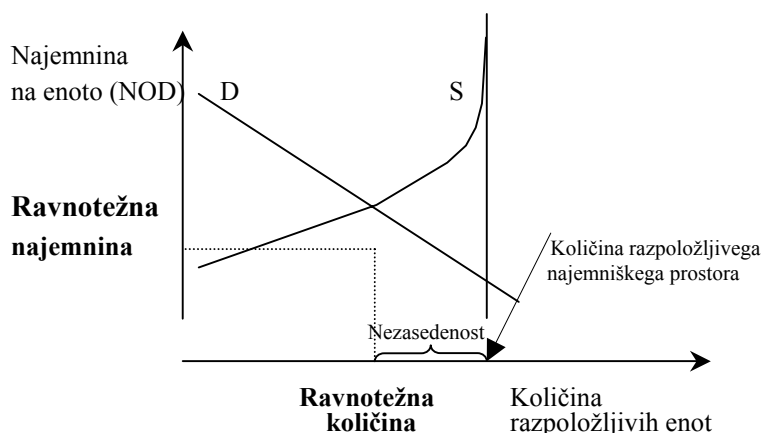


Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 261.

⁶ Definicija stopnje kapitalizacije je analogna z dividendnim donosom pri delnicah oziroma z recipročno vrednostjo kazalca P/E.

Trg nepremičnin⁷ določata povpraševanje in ponudba nepremičnin, kar lahko orišemo z znanima krivuljama povpraševanja in ponudbe:

Slika 5: Trg nepremičnin in tržno ravnotežje



Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 258.

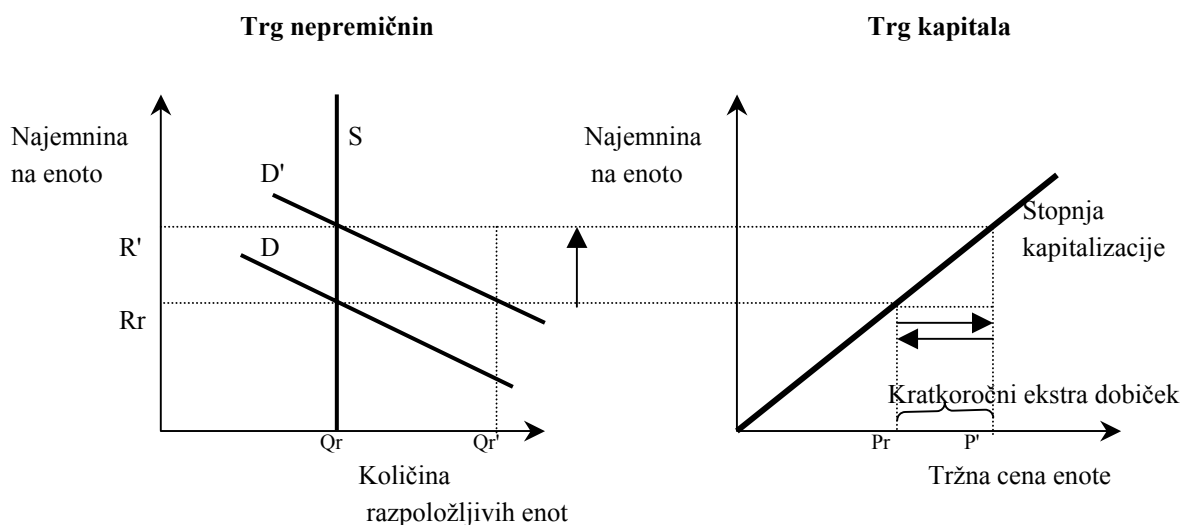
Na kratek rok je ponudba nepremičnin neelastična (navpična krivulja S), na dolgi rok pa popolnoma elastična (vodoravna krivulja S). Spremembe v povpraševanju po nepremičninah (npr. ustanavljanje/zapiranje podjetij v regiji, ki povzroči selitev prebivalstva) premikajo krivuljo povpraševanja navzgor ali navzdol in spreminjajo ravnotežno tržno ceno in (na daljši rok) razpoložljivo količino nepremičnin.

Povezavo med obema trgoma, trgom nepremičnin in trgom kapitala, predstavljajo najemnine na enoto nepremičnine, ki se spreminjajo ob spremembah povpraševanja (trg nepremičnin), ob dani ponudbi (količine) nepremičnin na kratki rok, pa določajo ceno enote nepremičnine (trg kapitala). Na dolgi rok se razpoložljiva količina nepremičnin lahko spremeni in kompenzira spremembe v povpraševanju po nepremičninah (najemnine se vrnejo na prvotno raven, ob novi razpoložljivi količini nepremičnin). V vmesnem obdobju prilagajanja (spremembe razpoložljive količine nepremičnin), investitorji – najemodajalci ustvarijo kratkoročni ekstra dobiček (izgubo):

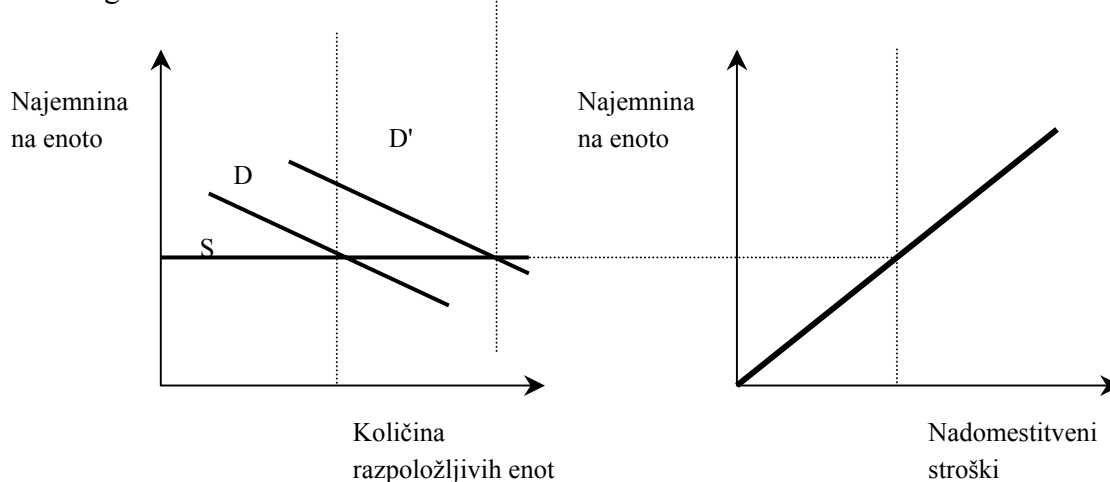
⁷ V tem razdelku, ko govorimo o elastičnosti nepremičnin, se pojem nepremičnina smiselno uporablja za vse nepremičnine, razen na zemljišča, katerih ponudba tudi na dolgi rok ni elastična.

Slika 6: Povezava med trgom nepremičnin in trgom kapitala

A. Kratek rok



B. Dolgi rok



Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 262.

3.3. Dolžniško financiranje komercialnih nepremičnin

3.3.1. Finančni vzvod

Finančni vzvod se pojavi, kadar investitor pri financiranju investicije uporabi, poleg lastniškega kapitala, tudi dolžniške vire financiranja. Ti. **pozitivni finančni vzvod** lahko opredelimo kot korist v obliki povečanja donosnosti investicije (oziroma donosnosti lastniškega kapitala)⁸, ki nastane kot posledica zamenjave (dražjega) lastniškega financiranja investicije s (cenejšim)

⁸ Če se investicija financira zgolj z lastniškim kapitalom, je donosnost investicije (notranja stopnja donosa) enaka (zahtevani) donosnosti lastnikov kapitala.

dolžniškim financiranjem. Povedano drugače, pozitivni finančni vzvod je posledica najetja dolga, po obrestni meri, ki je nižja od pričakovane donosnosti investicije.

Če vemo, da je donosnost investicije razdeljena med lastnike kapitala in dolžniške vire,

$$\text{IRR}_T = (E/T) * \text{IRR}_E + (D/T) * \text{IRR}_D$$

;

$$\text{če } D=0 \rightarrow E=T \Rightarrow \text{IRR}_T = \text{IRR}_E$$

E = delež lastniškega financiranja v celotnem financiranju

D = delež dolžniškega financiranja v celotnem financiranju

T = celotno financiranje $\Rightarrow T = D + E = 1 \Rightarrow (D/E) = (1/E) - 1$

IRR_E = donosnost lastniškega kapitala

IRR_T = celotna donosnost investicije (notranja stopnja donosa denarnih tokov, kjer je njihova NSV enaka 0)

IRR_D = donosnost (stroški) dolžniškega kapitala

D/E = razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem

lahko donosnost lastniškega kapitala opišemo z naslednjo enačbo (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 360):

$$\text{IRR}_E = \text{IRR}_T + (\text{IRR}_T - \text{IRR}_D) * (D/E)$$

3.3.2. Obrestna točka preloma in vpliv obdavčitve

Iz zgornje enačbe sledi, da je uporaba dolžniškega financiranja upravičena (tj. obstaja pozitiven finančni vzvod) tako dolgo, dokler so stroški dolžniškega financiranja nižji od celotne donosnosti investicije (vrednost prvega oklepaja je pozitivna). Ob tem se samo po sebi zastavi vprašanje, kje je tista točka, kjer je donos na lastniški kapital maksimalen, oziroma, kjer se izniči učinek pozitivnega finančnega vzvoda⁹. Pri odgovoru na to vprašanje je potrebno upoštevati več dejavnikov. Prvič, na donosnost lastniškega kapitala vpliva davčna zakonodaja, saj upošteva plačila obresti kot davčno olajšavo¹⁰. Tako je lahko meja, pri kateri se stroški financiranja dolga izenačijo s celotno donosnostjo investicije, bistveno višja:

$$\text{ATIRR}_D = \text{BTIRR}_D * (1 - t)$$

ATIRR_D = stroški dolga (obrestna mera) po obdavčitvi

BTIRR_D = stroški dolga (obrestna mera) pred obdavčitvijo

t = davčna stopnja

⁹ Finančni vzvod je seveda lahko tudi negativen – povečevanje dolžniškega financiranja zmanjšuje donosnost kapitala.

¹⁰ V Sloveniji lahko fizične osebe uveljavljajo plačilo obresti v okviru standardne 3-odstotne davčne olajšave, medtem ko pri pravnih osebah plačane obresti zmanjšujejo obdavčljivi dobiček (25% davčna stopnja).

⇒

$$ATIRR_E = ATIRR_T + (ATIRR_T - ATIRR_D) * (D/E)$$

Strošek dolga (obrestno mero pred obdavčitvijo – $BTIRR_D$), kjer je donos lastniškega kapitala maksimalen in kjer se izenačita pozitiven in negativen finančni vzvod – **točka preloma**, predstavlja naslednja izpeljava (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 366):

$$ATIRR_D = ATIRR_T$$

$$ATIRR_D = BTIRR_D * (1-t)$$

⇒

$$BTIRR_D = \frac{ATIRR_D}{1-t} = \frac{ATIRR_T}{1-t}$$

3.3.3. Mejni stroški dolžniškega financiranja

Drugi dejavnik, ki ga je prav tako potrebno upoštevati pri določanju ustrezne strukture financiranja, je dejstvo, da z naraščanjem dolga stroški njegovega servisiranja (obrestna mera) praviloma naraščajo, saj je posojilodajalec izpostavljen večjemu tveganju. Pri tem je pomembno upoštevati vpliv **mejnih stroškov dolga** na finančni vzvod – namreč, odločitev o tem ali najeti dodatni dolg ali ne, je odvisna od tega, ali je strošek dodatne enote zadolžitve manjši ali kvečjemu enak celotni donosnosti investicije (pozitivni finančni vzvod) in je ne smemo enostavno aplicirati na celotni dolg. Npr., če znaša celotna investicija 100.000 SIT, ki prinaša 12% letni donos, prvotni dolg pa 80.000 SIT, za kar plačujemo obrestno mero 10% (torej $0,1 * 80.000 \text{ SIT} = 8.000 \text{ SIT}$), lahko govorimo o pozitivnem finančnem vzvodu. Če imamo možnost pridobiti dodatnih 5.000 SIT dolga obrestni meri 10,5%, na prvi pogled izgleda, da je najetje dodatnega dolga smotrno, saj je dolžniška obrestna mera (10,5%) še vedno nižja od donosnosti investicije (12%). Vendar, najetje dodatnega dolga ne prispeva k maksimizaciji donosa lastniškega kapitala, saj so dejanski (mejni) stroški dodatnega dolga višji od donosnosti investicije ($0,105 * 85.000 \text{ SIT} = 8.925 \text{ SIT} \rightarrow 8.925 \text{ SIT} - 8.000 \text{ SIT} = 925 \text{ SIT} \Rightarrow 925 \text{ SIT} / 5.000 \text{ SIT} = 18,5\% = \text{mejni stroški dolga}$). Če prikazani izračun izvedemo v nasprotni smeri (določimo mejne stroške dolga 12%), lahko izračunamo obrestno mero, ki je še sprejemljiva za najetje dodatne dolga¹¹ (v konkretnem primeru bi lahko nova obrestna mera znašala največ 10,12%).

3.3.4. Finančni vzvod in tveganja

Ustrezna struktura financiranja investicije v nepremičnino je odvisna tudi od finančnega tveganja, povezanega z investicijo, saj donosi, ki jih pričakujemo od investicije niso vnaprej

¹¹ V konkretnem primeru bi lahko nova obrestna mera znašala največ 10,12% ($0,12 * 5.000 = 600 \rightarrow 8.600 / 85.000 = 0,10118 = 10,12\%$).

znani, temveč odvisni od vrste gospodarskih, demografskih in drugih okoliščin. Do sedaj smo predpostavljali donose kot nekaj danega, za realnejše rezultate pa lahko analiziramo spremenljivost donosov s pomočjo oblikovanja scenarijev (npr. optimistični, najverjetnejši, pesimistični), na katere apliciramo statistično metodo najmanjših kvadratov. S to metodo lahko izračunamo standardni odklon ter koeficient variacije za posamezno strukturo financiranja¹² in jih med seboj primerjamo. Dejstvo je, da večji finančni vzvod sicer implicitno nosi s seboj večje tveganje, ki se odraža z večjim standardnim odklonom donosnosti investicije oziroma v večjem koeficientu variacije, vendar večji finančni vzvod pomeni tudi večji donos na kapital. V tem dejstvu se skriva tudi odgovor na vprašanje, ki se morebiti komu postavlja ob razmišljanju o dolžniškem financiranju, namreč, zakaj ne bi, ob ustrezni obrestni meri, celotno investicijo financirali zgolj z dolžniškimi viri.

3.4. Struktura dolga

Pri izbiri ustreznega financiranja investicije v nepremičnino je, poleg ustrezne porazdelitve financiranja na lastniške in dolžniške vire, pomembna tudi struktura samega dolga – oblike obveznosti, ki sledijo iz sklenjene (hipotekarne) posojilne pogodbe. Vrste in načini poravnavanja dolžniških obveznosti namreč vplivajo na tveganost posojila ter na investorjev pričakovani donos iz investicije.

Poglavitni namen strukturiranja dolga (hipotekarnega posojila), je uskladitev obveznosti, ki iz tega izhajajo, s pričakovanimi dohodki, ki jih investor pričakuje iz nepremičnine. Kot je bilo omenjeno v prejšnjih poglavjih, se le-ti lahko spreminjajo v času trajanja najemne pogodbe (pribitki na osnovno najemnino, valorizirana najemnina, udeležbena najemnina). Ob neustrezni strukturi dolga (npr. nespremenljivih anuitetah), bi zaradi nesorazmerja med investitorjevimi prihodki in odhodki le-ta lahko neizpolnjeval kriterije posojilodajalcev, ki jih ti upoštevajo pri preučevanju vloge o odobritvi posojila.¹³ Tako se posojilodajalec z ustreznim oblikovanjem anuitetnih plačil prilagodi potrebam posojilojemalca (investitorjevim dohodkom iz nepremičnine) in si, ob upoštevanju spremembe v tveganju, zagotovi ustrezen donos na posojena sredstva.

3.4.1. Udeležbena posojila

Analogno kot pri udeležbenih najemninah, ima pri udeležbenem posojilu posojilodajalec pravico do udeležbe na dohodkih posojilojemalca (investitorja), v zameno za nižja anuitetna plačila.

¹² Vsakemu izmed scenarijev priredimo ocenjeno donosnost in verjetnost uresničitve posameznega scenarija. Nato iz teh spremenljivk izračunamo povprečno (ti. pričakovano) donosnost ter odstopanje ocenjene donosnosti posameznega scenarija od te vrednosti (ti. deviacijo). Vsota zmnožkov verjetnosti nastopa posameznega scenarija in njegove deviacije nam da varianco, njen koren pa standardni odklon. Koeficient variacije je razmerje med standardnim odklonom in pričakovanim donosom investicije.

¹³ Posojilodajalci pogosto upoštevajo kazalec pokritosti dolga (angl. *debt coverage ratio*) – razmerje med neto operativnim dohodkom prvega (!) obdobja in anuitetnim plačilom (koeficient npr. 1,2) (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 371).

Posojilodajalec je lahko udeležen npr. na bruto dohodku, neto operativnem dohodku ali celo na prodajni vrednosti ali kapitalskem dobičku nepremičnine ob njeni prodaji. Pri tem posojilodajalec seveda prevzame nase del tveganja, ki je povezan z donosnostjo investicije, zato temu primerno prilagodi anuitetna plačila na posojilo, tako, da je celotni pričakovani donos vsaj enak tistemu, ki bi ga realiziral z običajnim posojilom (nespremenljive anuitete). Do določene mere je zavarovan, saj prejema nek minimalen donos iz anuitet in ne prevzema tveganja morebitnih izgub, ki bi jih prinašala nepremičnina. Na drugi strani investitor pridobi ustrezno, dohodkom prilagojeno dolžniško financiranje, pri čemer ima lahko v začetnih obdobjih relativno nizka anuitetna plačila, udeležba posojilodajalca pa je lahko zelo majhna ali celo nična. Tovrstna posojila namreč običajno predvidevajo udeležbo na dohodkih šele po določeni točki preloma (npr. ko neto operativni dohodek doseže določeno vrednost), le-ta pa se ob zagonu investicije mnogokrat ne dosega (nepolna zasedenost prostorov, tržne najemnine so lahko trenutno nižje od tistih, ki se jih pričakuje v prihodnosti ipd.) – v začetnih obdobjih torej lahko obstaja odsotnost udeležbe posojilodajalca. V tovrstnih pogodbah je običajno določeno tudi obdobje, pred katerim investitor ne sme prodati nepremičnine brez plačila premije posojilodajalcu, s čimer se slednji zavaruje pred tem, da bi investitor prodal nepremičnino v trenutku, ko bi moral začeti participirati na dohodkih iz nepremičnine (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 373).

3.4.2. "Sale-leaseback"

Pri financiranju investicij v nepremičnine se lahko uporabi tudi prijem, v angleški terminologiji imenovan **"sale-leaseback"**, ki ga lahko prevedemo kot prodaja in ponovni najem. Gre za to, da investitor, ki je lastnik nepremičnine, le-to proda posojilodajalcu in jo takoj vzame nazaj v najem. Ker je običajno lastnik nepremičnine tudi lastnik zemljišča, na katerem ta nepremičnina stoji, se lahko nepremičnina in zemljišče financirata ločeno – obstaja možnost, da investitor proda zgolj zemljišče in ga vzame nazaj v najem. Tovrstno financiranje ima vrsto prednosti (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 378):

- 1.) Investitor pridobi stoodstotno financiranje za zemljišče (če bi financiral zemljišče in nepremičnino skupaj, bi dobil, kot je običajno, posojilo v vrednosti do npr. 80 odstotkov vrednosti investicije, tako pa s prodajo dobi sredstva v višini 100% vrednosti nepremičnine);
- 2.) Plačila anuitet na lizing zmanjšujejo plačilo davka;
- 3.) Investitor realizira večji donos na kapital (zemljišče se ne amortizira, zato ni pozitivnih davčnih učinkov iz tega naslova – investitor s prodajo in ponovnim najemom zemljišča realizira višji donos na kapital ob enaki amortizaciji);
- 4.) Investitor lahko ob koncu najemnega obdobja ponovno pridobi lastništvo nad zemljiščem.

3.4.3. Izključno obrestna posojila

Pri tej vrsti posojila posojilodajalec določeno obdobje plačuje zgolj obresti na odobreno posojilo (anuiteta ne zajema odplačila glavnice). Glavnica se lahko začne odplačevati šele po tem določenem obdobju (postopno) ali pa v enkratnem znesku, skupaj s plačilom zadnjega obroka obresti. Ta zadnji obrok se zaradi velikosti imenuje tudi "napihnjeno plačilo" (angl. *balloon payment*) (Cirman et al., 2000, str. 57).

3.4.4. Posojila s "prirastki"

Angleški izraz za tovrstna posojila je "*accrual loans*" in se nanaša na posojila, kjer je odplačevanje zasnovano tako, da so (začetni) mesečni obroki plačil nižji celo od obresti, ki jih je posojilodajalec dolžan plačevati po pogodbeno določeni obrestni meri (kot je to npr. v primeru izključno obrestnega posojila). V tem primeru govorimo, da pride do ti. negativne amortizacije. To razliko v plačilu obresti, kot tudi glavnico, je seveda potrebno po določenem obdobju začeti odplačevati ali pa poravnati skupaj s plačilom zadnjega obroka. Praktično se omenjena razlika v plačilu obresti prišteva glavnici prvotno odobrenega posojila (od tod ime posojilo s "prirastki").

4. NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLADI

Nepremičninski investicijski skladi (angl. **Real Estate Investment Trusts – REITs**) so investicijski skladi, ki imajo svoje premoženje sestavljeno pretežno iz naložb v nepremičnine. Potrebna sredstva za naložbe zbirajo na trgu z izdajo delnic ter z zadolževanjem. Predstavljajo obliko posredne naložbe v nepremičnine tudi investitorjem, ki si sicer naložbe v nepremičnino(e), zaradi njihove visoke vrednosti, ne bi mogli privoščiti, nimajo ustreznih strokovnih znanj za upravljanje naložb v nepremičnine ali pa želijo na tak način razpršiti svoje finančno premoženje. Na drugi strani predstavljajo pomemben vir za financiranje investicij v nepremičnine. V nadaljevanju je predstavljena zgodovina REIT-ov, razlogi za njihov nastanek, lastnosti in vrste ter donosnost tovrstnih nepremičninskih naložb.

4.1. Zgodovina in razvoj REIT-ov

Nastanek REIT-ov kot jih poznamo danes, sega v leto 1960, ko je ameriški Kongres sprejel ti. "**Real Estate Investment Trust Act**", s katerim je ponovno zbudil zanimanje za investicije v nepremičnine. Nepremičninski skladi so namreč v prvotni obliki obstajali že skoraj stoletje prej, vendar pa je sprememba davčne zakonodaje (oprostitev plačila davka na dobiček) v 30. letih, predvsem po zaslugi lobiranja podjetij, ki so se ukvarjala z investiranjem v delnice in obveznice, naredila druge oblike naložb (npr. v vzajemne sklade) privlačnejše in odvrnila investitorje od naložb v nepremičnine. V obdobju po 2. svetovni vojni se je pojavilo večje povpraševanje po sredstvih za financiranje izgradnje nepremičnin, zato je ameriški Kongres leta 1961 z amandmajem k ameriški zakonodaji o davkih ("**Internal Revenue Code –IRS**"),

nepremičninske investicijske sklade oprostil plačila davka na dobiček, če so le-ti izpolnjevali določene pogoje (najpomembnejši je razdelitev vsaj 95% dobička investitorjem, ki so nato obdavčeni na individualni ravni) (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 661).

S tem je omogočil mnogim manjšim investitorjem dostop do nepremičninskega trga, na drugi strani pa je ponudil nov finančni produkt tudi večjim, institucionalnim investitorjem in jih deloma preusmeril od konvencionalnih naložb v delnice in obveznice v naložbe v nepremičnine. Nekateri avtorji trdijo, da je bil glavni vzrok za sprejem zakonodaje pravzaprav pritisk investicijskih bankirjev z Wall Streeta, ki so želeli nov, visoko dobičkonosen finančni produkt, zaradi vse večjega priliva sredstev na kapitalski trg, v obdobju enega izmed največjih in najdaljših bikovskih trendov v ameriški zgodovini (Graff, 2001, str. 99).

Po sprejetju zakonodaje v 60. letih 20. stoletja in navdušenju investitorjev nad investicijami v nepremičnine, je v sredi 70. let sledila vrsta likvidacij premoženja skladov (predvsem hipotekarnih, ki so takrat še predstavljali večino), ki jim je botroval medvedji trend na borzah in pretirano zadolževanje v želji po maksimiranju dobičkov lastnikov kapitala (Graff, 2001, str. 100). Obilno zadolževanje in visoke stopnje amortizacije se je izkoriščalo tudi za zmanjševanje obveznosti davčnih zavezancev. Uspešnost REIT-ov je bila v tem obdobju prav tako omejena s tem, da jim je bilo dovoljeno le posedovati nepremičnine, ne pa jih tudi aktivno upravljati, zato so bili odvisni od tretjih oseb – upravljavcev nepremičnin, katerih ekonomski interesi so lahko pogosto bistveno različni od lastniških (NAREIT, 2002).

Nov razcvet so nepremičninski investicijski skladi doživeli spet leta 1986, z davčno reformo (**Tax Reform Act – Real Estate Investment Trust Modernization Act**), ki je omejila obrestni davčni štčit, podaljšala minimalno življenjsko obdobje nepremičnin (→ manjše stopnje amortizacije), zato so postali REIT-I spet bolj dobičkovno usmerjeni. Prav tako je prinesla možnost upravljanja nepremičnin v lasti REIT-ov, s čimer so se izenačili interesi lastnikov in upravljalcev (NAREIT, 2002). V desetletju med letoma 1986 in 1995 se je tržna kapitalizacija REIT-ov približno početrila, na preko 40 milijard USD (Graham, Knight, 2000, str. 20).

4.2. Lastnosti REIT-ov

Za pridobitev statusa nepremičninskega investicijskega sklada in s tem tudi koristi, povezanih z obdavčitvijo dobičkov, morajo skladi izpolnjevati tri skupine pogojev (Cirman et al., 2000, str. 73):

A. Zahteve glede sestave naložb:

- vsaj 75% sredstev REIT-ov morajo predstavljati naložbe v nepremičnine, denar oziroma državne obveznice
- naložbe v vrednostne papirje enega izdajatelja ne smejo presežati 5% vseh naložb sklada, razen če so vključene v zgoraj omenjenih 75 odstotkih

- naložbe v vrednostne papirje enega izdajatelja ne smejo lahko omogočajo največ 10% glasovalnih pravic enega izdajatelja, razen če so vključene v 75 odstotkih iz prve alineje

B. Zahteve glede pridobivanja dohodkov:

- najmanj 95% bruto dohodka mora izvirati iz dividend, obresti, najemnin ali kapitalskih dobičkov pri prodaji sredstev sklada
- najmanj 75% bruto dohodka mora izvirati iz najemnin, obresti iz obveznosti, zavarovanih s hipoteko, kapitalskih dobičkov pri prodaji sredstev ali udeležbe v drugih REIT-ih
- največ 30% bruto dohodka lahko izvira iz prodaje vrednostnih papirjev, ki jih je imel sklad v lasti manj kot 6 mesecev oziroma iz prodaje nepremičnin, ki jih je imel sklad v lasti manj kot 4 leta.

C. Zahteve glede razdelitve dohodkov delničarjem:

- Sklad mora delničarjem v obliki dividend razdeliti najmanj 90% svojega dobička

Obstaja še tudi vrsta drugih določil, ki se tičejo **lastniške strukture** posameznega sklada (NAREIT, 2002a):

- število delničarjev mora biti najmanj 100
- v zadnji polovici davčnega obdobja (običajno eno leto) ima lahko 5 ali manj delničarjev v lasti največ 50% delnic sklada¹⁴
- delnice sklada morajo biti popolnoma prosto prenosljive idr.

Prav tako velja, da direktorji, zaposleni in razni zaupniki oz. pooblašenci REIT-a (angl. *trustees*) ne smejo aktivno sodelovati v upravljanju premoženja, v katerem ima sklad naložena svoja sredstva, servisirati najemnikov ali zbirati najemnin, temveč lahko te funkcije opravlja neodvisna oseba, po pogodbi.¹⁵ V primeru, da sklad ne zadosti pogojem za pridobitev statusa REIT-a, ali da ga prostovoljno prekliče, ne more v roku najmanj pet let ponovno zaprositi, naj se ga (davčno) obravnava kot REIT, razen, če davčnim organom (IRS) dokaže, da je bila izguba statusa posledica opravičljivih, neprostovoljnih razlogov (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 663).

4.3. Vrste REIT-ov

REIT-i lahko obstajajo kot odprte ali zaprte delniške družbe. Glavna delitev REIT-ov izvira iz vrste naložb, ki jih imajo med svojimi sredstvi. Tako poznamo (Graham, Knight, 2000, str. 20):

¹⁴ To določilo je relativno lahko zaobiti, saj lahko lastniki delež, ki presega 50%, "parkirajo" pri kakšni izmed prijateljskih družb – povezanost med družbami je običajno težko dokazati.

¹⁵ Možnost upravljanja premoženja v smislu davčne reforme iz leta 1986 se kaže v tem, da lahko določajo rente, izbirajo najemnike, sprejemajo odločitve v zvezi leasingom ali ponovnim leasingom nepremičnin, odločitve v zvezi z davki, zavarovanji, obrestmi, popravili nepremičnin idr.

- a) *Lastniške investicijske nepremičninske sklade (Equity REITs)*, ki imajo svoje premoženje sestavljeno iz naložb v nepremičnine in danes predstavljajo približno 85% tržne kapitalizacije vseh REIT-ov.
- b) *Hipotekarne investicijske nepremičninske sklade (Mortgage REITs)*, ki sredstva nalagajo v nakup hipotekarnih posojil, ki so bila izdana za nakup nepremičnin
- c) *Hibridne investicijske nepremičninske sklade (Hybrid REITs)*, ki predstavljajo mešanico zgornjih dveh

4.3.1. Lastniški investicijski nepremičninski skladi

Lastniški nepremičninski skladi so danes najbolj razširjena oblika nepremičninskih skladov v Združenih državah Amerike, saj predstavljajo približno 85% tržne kapitalizacije vseh REIT-ov. Delničarji tovrstnih REIT-ov imajo svoje premoženje razpršeno med različne vrste nepremičnin (nekateri skladi se lahko specializirajo za nakupe stanovanjskih nepremičnin, drugi za trgovske centre, tretji oblikujejo mešanico različnih vrst nepremičnin), odvisno od njihovih preferenc. Z nakupom delnic REIT-a si zagotovijo relativno visoko likvidno premoženje, saj lahko delnice prodajo na kateri izmed borz ali (redkeje) na trgih izven uradnih borznih kotacij.

Pri nakupu delnic nepremičninskega sklada in ocenjevanju donosnosti tovrstne naložbe morajo biti investitorji pozorni na morebitne nove izdaje delnic skladov zaprtega tipa¹⁶. Namreč, ker morajo REIT-i vsaj 90% obdavčljivega dobička izplačati delničarjem v obliki dividend, jim ostane zelo malo prostega denarnega toka, ki bi ga lahko uporabili za nove naložbe. Zato so primorani v izdajo novih delnic, ki ni prav pogosta a zato toliko obsežnejša. Pri nakupu delnic malo pred takšno emisijo je zato potrebno upoštevati, da bo dividendna donosnost delnic sklada v prihodnosti verjetno manjša (zaradi večjega skupnega števila delnic ter zaradi določenega časa, ki je potreben, da novo pridobljene investicije pričnejo prinašati ustrezen dobiček) (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 667).

4.3.1.1. Vrste lastniških investicijskih nepremičninskih skladov

Lastniške nepremičninske investicijske sklade lahko opredelimo po naslednjih kriterijih, pri čemer lahko posamezen sklad uvrstimo v več od naštetih kategorij (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 664):

- **Nedoločeni oziroma "prazni" skladi** (angl. **Blank, "Blind Pool" Check Trusts**). Ti skladi nimajo natančno določenih investicijskih ciljev oziroma vrste premoženja, v katerega bodo naložili sredstva investorjev. V prospektu ob javni ponudbi delnic so le-ti opisani zelo na splošno, investitorje pa naj bi pritegnila predvsem sposobnost in ugled promotorjev javne ponudbe, upravljavcev sklada in določenih neodvisnih pogodbenikov, ki imajo neposreden stik z najemniki in skrbijo za njihovo servisiranje. Prednost takih

¹⁶ O razliki med odprtimi in zaprtimi nepremičninskimi skladi bo več govora v naslednji točki.

skladov je njihova fleksibilnost, lahko pa mine precej časa, preden se sredstva ustrezno naložijo.

- **Določeni oziroma "nakupni" skladi** (angl. **Purchasing, Specified Trusts**). V prospektu je točno določeno premoženje (ali vsaj del premoženja), v katerega bo sklad vlagal. Investitor je popolnoma informiran o tem, kakšne vrste premoženja bo sklad pridobil z zbranimi sredstvi.
- **Mešani skladi** (angl. **Mixed Trusts**). Predstavljajo kombinacijo nedoločenih in določenih skladov in tako zagotavljajo skoraj takojšen dohodek, vendar pa je zaradi dela sklada, ki je "nedoločen", povprečen donos (dokler se vsa sredstva ne investirajo) relativno nizek.
- **Skladi s finančnim vzvodom in skladi brez finančnega vzvoda** (angl. **Leveraged REITs, Unleveraged REITs**). Kot pove že ime, nekateri skladi za financiranje naložb uporabljajo tudi zadolževanje (izdajanje obveznic, hipotekarna posojila idr.), medtem ko ga drugi ne.
- **Skladi z določeno življenjsko dobo in skladi brez določene življenjske dobe** (angl. **Finit-Life, Nonfinit-Life REITs**). Skladi z določeno življenjsko dobo (tj. z določenim datumom likvidacije sklada) so bili oblikovani zaradi kritik mnogih investorjev, da cene delnic nepremičninskih skladov preveč odražajo trenutne in pričakovane dobičke sklada (podobno kot npr. podjetniške delnice) in premalo dejansko vrednost premoženja sklada. S tem, ko je določen datum, ko bo sklad likvidiral svoje premoženje, cena delnice sklada bolj izraža trenutno vrednost premoženja v skladu oz. pričakovano vrednost ob datumu likvidacije. Potencialni problem, ki se lahko pojavi, je nizka vrednost delnic zaradi neugodnih gospodarskih razmer ob likvidaciji, ki zmanjšujejo vrednost premoženja v skladu.
- **Zaprti in odprti skladi** (angl. **Closed-End, Open-End REITs**). Zaprti nepremičninski skladi točno določijo število delnic (oz. vrednost delnic), ki jih bo sklad izdal in s tem odpravijo možnost, da bi se obstoječi lastniški delež, ki ga ima posamezni investor v skladu, zmanjšal zaradi vstopa (dokapitalizacije) novih investorjev v sklad. V nasprotju s tem, odprti investicijski skladi izdajajo nove delnice, ko zaznajo nove poslovne priložnosti na trgu za investiranje dodatnih sredstev.
- **Menjalni skladi** (angl. **Exchange Trusts**). Tovrstni skladi pridobijo premoženje na podlagi zamenjave za delnice sklada – npr. lastnik hotela le-tega proda skladu, v zamenjavo pa pridobi delnice sklada in s tem razprši svoje premoženje.
- **Drugi**. Nekateri se specializirajo npr. v naložbe v nepremičnine za zdravstvene namene (bolnišnice,...), ki jih nato oddajajo zasebnikom.

4.3.1.2. Računovodske posebnosti poslovnih izkazov

Zaradi narave svojih naložb, ki jih sestavljajo v največji meri naložbe v nepremičnine, mora biti investitor pri vrednotenju donosnosti lastniških nepremičninskih skladov pozoren med drugim predvsem na razliko med pojmom *dobiček* in *denarni tok* na delnico sklada. Namreč, ker je vrednost nepremičnin v portfelju osnova za obračun **amortizacije**, ki zmanjšuje obdavčljivi

dobiček, lahko pride do bistvenih razlik med omenjenima kazalcema. Najbolje lahko to razliko prikažemo s poenostavljenim primerom. Predpostavimo na primer, da znašajo prihodki iz najemnin neke nepremičnine v določenem obdobju 1.000.000 SIT, stroški, povezani z vzdrževanjem nepremičnine 200.000 SIT, letna amortizacija nepremičnine pa znaša 150.000. Število izdanih delnic sklada je 1.000 (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 667):

Tabela 1: Razlika med dobičkom in denarnim tokom

	Izkaz uspeha (SIT)	Izkaz denarnih tokov (SIT)
Prihodki iz najemnin	1.000.000	1.000.000
Operativni stroški	-200.000	-200.000
Neto operativni dohodek (NOD)	=800.000	=800.000
Amortizacija	-150.000	-
Dobiček na delnico (EPS)	=650.000/1.000= 650	-
Denarni tok na delnico (FFOPS)	-	=800.000/1.000= 800

Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 667.

Iz zgornjega primera je jasno razvidno, da kazalec dobička na delnico (angl. **Earnings per share – EPS**), ki je prikazan v bilanci uspeha investicijskega sklada, ne daje popolne informacije o vrednosti delnice. To še toliko bolj velja, ker REIT-i pri obračunavanju amortizacije ne smejo upoštevati trenutne tržne vrednosti premoženja (nepremičnin), temveč morajo za osnovo za obračun upoštevati njihovo nabavno vrednost v času pridobitve nepremičnine, ki se lahko pomembno razlikuje od trenutne tržne vrednosti. Zato je iz tega vidika kazalec denarnega toka na delnico (angl. **Cash flow per share – CPS** oz. **Funds from operating per share – FFOPS**), podobno kot pri podjetjih, mnogokrat boljši pokazatelj vrednosti delnice sklada (Graham, Knight, 2000, str. 20).

Amortizacija pa ni edini dejavnik, ki vpliva na razliko med dobičkom in denarnim tokom, ki ga je potrebno upoštevati pri vrednotenju poslovnih rezultatov nepremičninskih skladov. Nanjo vplivajo tudi oblika zaračunanih **najemnin** in razne **ugodnosti**, ki jih najemodajalci vključujejo v pogodbah in s katerimi želijo pritegniti najemjemalce prostorov, v primeru, ko je nezasedenost prostorov na nepremičninskem trgu relativno velika in imajo najemniki večjo pogajalsko moč kot najemodajalci (angl. **soft tenant's market**). Takšen prijem je npr. določitev obdobja, v katerem najemjemalec za najete prostore ne bo plačeval nobene najemnine (angl. **free rent period**) ali kritje stroškov izboljšav najemniških prostorov (angl. **tenants improvements**). Stroške izboljšav tako plača najemodajalec, v enkratnem znesku, ki je običajno relativno visok, zato ga najemodajalci zaradi njihovega vpliva na dobiček, knjižijo med stroške postopoma¹⁷. Očitno je torej, da je vpliv na denarni tok nastal naenkrat – v celotnem znesku – zato morajo investitorji obstoječi izkaz denarnih tokov korigirati za ta znesek¹⁸, bilanca uspeha pa ga upošteva postopoma preko amortizacije. Prav tako je potrebno upoštevati vpliv najemnin,

¹⁷ Pasivne časovne razmejitev (PČR).

¹⁸ Denarni odtok iz tega naslova ni upoštevan v prikazanem FFO, saj le ta odseva zgolj dobiček *pred* amortizacijo.

ki jih sklad morda prikazuje v izkazih, čeprav jih bo dejansko začel prejemati (denarni tok) šele v prihodnjih obdobjih. Podobno se obravnavajo razni **odloženi stroški**, kot so npr. plačevanje posrednikov, ki pridobivajo najemnike. Vendar pa ne obstaja enotno pravilo, kako morajo skladi prikazovati tovrstne stroške – nekateri skladi imajo lahko tovrstne posrednike znotraj sklada (kot svoje zaposlene) in tako tovrstne stroške prikazujejo v plačah (operativni stroški, ki zmanjšujejo prikazane operativne denarne tokove), v primeru zunanjih pogodbenikov pa jih lahko razmejujejo na prihodnja obdobja, čeprav je denarni odtok dejansko nastal na začetku, v enkratnem znesku. V takem primeru se ne izkazujejo v prikazanih operativnih denarnih tokovih in jih mora investitor upoštevati pri vrednotenju sklada. To je še posebej pomembno ob novih izdajah delnic, saj bo dobiček novih delničarjev manjši zaradi denarnih izdatkov, ki so dejansko nastali že pred izdajo (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 669).

Pomembna je še vrsta drugih dejavnikov, med njimi **linearno obračunavanje najemnin**, ki se v resnici preko najemnega obdobja spreminjajo (npr. najemnine s pribitki), zaradi česar lahko vlagatelj dobi napačno predstavo o trenutnem in prihodnjem denarnem toku nepremičnine. Ali pa npr. objavljena količina **zasedenega prostora** (angl. *occupied space*), za katerega najemniki *trenutno* plačujejo najemnino. Le-ta se namreč lahko razlikuje od podatka o **oddanih prostorih** (angl. *leased space*), ki je običajno nekaj odstotnih točk večji in vključuje vse podpisane pogodbe o najemih, tudi tistih, ki bodo nastopili šele čez določeno obdobje (in s tem seveda tudi prejemki iz najemnin). (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 672).

4.3.2. Hipotekarni investicijski nepremičninski skladi

Za razliko od lastniških, hipotekarni nepremičninski skladi ne posedujejo nepremičnin, temveč kupujejo posojila, zavarovana s hipotekami. Redkeje tudi odobravajo hipotekarna posojila neposredno investitorjem v nepremičnine. Hipotekarna posojila (oziroma obveznice, zavarovane s hipoteko – angl. *mortgage backed securities – MBS*) kupujejo na sekundarnem trgu kapitala, običajno z diskontom od specializiranih hipotekarnih bankirjev, ki odobravajo hipotekarna posojila investitorjem v nepremičnine in nato s procesom listinjenja uravnavajo svojo likvidnost ter tveganje. Vir dobička hipotekarnih skladov predstavlja diskont, s katerim kupujejo posojila od hipotekarnih bankirjev oziroma ti. obrestna marža (angl. *spread*) – razlika med aktivnimi obrestmi, ki jih prejemajo iz naslova kupljenih posojil ter pasivnimi obrestmi, ki jih plačujejo svojim virom sredstev.

Obrestna marža je pri hipotekarnih REIT-ih zelo volatilna, še posebej če imajo na aktivni strani bilance stanja kratkoročna, na pasivni strani pa dolgoročna posojila (Xrefer, 6. 5. 2002). To je posledica dejstva, da hipotekarni REIT-i, za razliko od lastniških, pri svojem financiranju uporabljajo relativno velik finančni vzvod. Hipotekarni REIT-i že tradicionalno nimajo dobrega dostopa do lastniških virov kapitala ter konvencionalnih virov dolžniškega financiranja (npr. izdaja nezavarovanih podjetniških obveznic), predvsem zaradi narave njihovih naložb, ki

zožujejo krog potencialnih investitorjev. Zato se veliko poslužujejo ti. repo¹⁹ poslov, ki jim predstavljajo pomemben vir financiranja (Siegel, 2002).

V letih 1960 do 1970 so hipotekarni nepremičninski skladi predstavljali pomemben vir financiranja nepremičnin, predvsem za njihovo gradnjo in razvoj; predvsem zaradi relativno ohlapne regulacije in dostopa do trga državnih vrednostnih papirjev, so predstavljali privlačno alternativo tradicionalnim virom financiranja nepremičnin, kot so banke, hranilnice, zavarovalnice idr. Čeprav so imeli relativno drage vire financiranja, so lahko realizirali donosne obrestne marže, zato so s povečevanjem portfelja povečevali donos na lastniški kapital, kar je povzročilo izreden razmah tovrstnih skladov v začetku 70. let. V letu 1974 je sledila splošna gospodarska kriza; dvig obrestne mere ameriške centralne banke (FED) je povzročila povišanje stroškov financiranja, ki jih nepremičninski skladi niso mogli prevaliti na svoje posojilojemalce. Prav tako so imeli na svoji aktivni strani mnogo obstoječih posojil, programiranih po preteklih, nižjih obrestnih merah, ki so bili v pomanjkanju anticipacije morebitnega zvišanja obrestnih mer relativno nefleksibilni v smislu postopnega poviševanja obrestnih mer. Višje obrestne mere so povzročile tudi manjše povpraševanje po najemu obstoječih nepremičnin ter, zaradi višjih stroškov gradnje, problem dokončanja že začetih investicijskih projektov. V tem obdobju so bili hipotekarni nepremičninski skladi odvisni v največji meri od bančnih kreditnih linij, ki so jih banke, zaradi propadanja investicijskih projektov in nevarnosti splošne finančne krize, podaljševale oziroma reprogramirale, v končni fazi pa prenesle veliko hipotekarnih kreditov iz nepremičninskih skladov v svoj portfelj in s tem kompenzirale svoje terjatve do skladov. S tem se je seveda zelo poslabšala splošna bančna likvidnost v gospodarstvu in zmanjšal vpliv nepremičninskih skladov kot vira financiranja nepremičninskih investicij. Danes hipotekarni REIT-i predstavljajo le slabih 15 odstotkov tržne kapitalizacije vseh investicijskih nepremičninskih skladov v Združenih državah Amerike (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 674).

5. TVEGANJE IN DONOSNOST INVESTICIJ V NEPREMIČNINE

5.1. Vrste tveganj

Investitorji v nepremičnine morajo pri vrednotenju nepremičnin upoštevati vrsto tveganj, ki lahko vplivajo na njihovo donosnost, zato morajo oceniti vpliv posamezne vrste tveganja na investicijo in ga vključiti v izračun zahtevane stopnje donosa. Vrste tveganj, ki se pojavljajo v zvezi z nepremičninami, lahko razdelimo na naslednje skupine (Cirman et al., 2000, str. 71):

- a) **Poslovno tveganje.** Opredelimo ga lahko kot tveganje spremembe (zmanjšanja) dohodkov iz nepremičnine, zaradi sprememb v ekonomski aktivnosti določenega gospodarskega območja, ki lahko povzročijo preseljevanje ljudi, zmanjšanje njihovih

¹⁹ REPO je okrajšava za angleško besedno zvezo *repurchase agreement* in označuje posel, kjer se prodajalec določene finančne aktive obvezuje kupiti le-to nazaj po preteku določenega obdobja, po višji ceni. Razlika med prodajno in nakupno ceno predstavlja v bistvu obresti za posojilo.

dohodkov, povečanje operativnih stroškov v zvezi z nepremičnino, propadanje podjetij ipd. Te spremembe vplivajo na povpraševanje po nepremičninah in s tem na realizirane najemnine investitorjev. Investitorji lahko zmanjšajo tovrstno tveganje z razpršitvijo naložb v različne vrste nepremičnin, ki so različno občutljive na tovrstno tveganje ali pa z ustreznim oblikovanjem najemniških pogodb (npr. najemnine, pri katerih najemodajalec krije stroške le do določene višine, razliko pa najemodajalec).

- b) **Finančno tveganje.** Je posledica uporabe finančnega vzvoda pri financiranju investicije v nepremičnino, saj so obveznosti, ki izhajajo iz dolžniškega financiranja fiksne narave. Zato lahko v primeru, da nepremičnina dalj časa ne prinaša ustreznega donosa, obveznosti do posojilodajalcev povzročijo propad projekta. Proti finančnemu tveganju se lahko investitor zaščiti z ustrežno strukturo dolga (npr. udeležbena posojila), z refinanciranjem oziroma reprogramiranjem posojil po dogovoru s posojilodajalcem ipd.
- c) **Likvidnostno tveganje.** Obstaja na trgu z relativno majhnim številom prodajalcev in kupcev, kjer je malo transakcij z določenim blagom. Majhna likvidnost trga pomeni, da mora stranka, ki je prisiljena skleniti posel v relativno kratkem času, za to plačati ustrezno (denarno) premijo. Relativno slaba likvidnost je običajna tudi za trg nepremičnin, še posebej pri specializiranih nepremičninah (npr. zdravstvene ustanove), ki se jih ne da enostavno adaptirati za druge namene. Tako obstaja tveganje, da bo moral prodajalec nepremičnine v primeru hitre likvidacije sredstev, nepremičnino prodati z ustreznim cenovnim diskontom.
- d) **Tveganje inflacije.** Rast cen lahko povzroči zmanjšanje realne vrednosti dohodkov, ki jih investitor prejema iz nepremičnine, če se pred tem ne zavaruje z ustreznimi prijemi (npr. valorizirana najemnina, kjer se le-ta periodično popravlja za stopnjo rasti cen življenjskih potrebščin).
- e) **Tveganje upravljanja.** Povezano je s sposobnostjo upravljalcev nepremičnin (njihove inovativnosti, prilagodljivosti,...), da le-te ohranjajo svojo vrednost in prinašajo ustrezen donos.
- f) **Tveganje spremembe obrestne mere.** Spremembe obrestnih mer vplivajo na donosnost investicij v nepremičnine, saj po eni strani vplivajo investitorjeve stroške dolžniškega financiranja, po drugi strani pa potencialnim najemnikom prostorov olajšujejo (padec obrestnih mer) oziroma otežujejo (rast obrestnih mer) dostop do denarnih sredstev in s tem vplivajo na ceno (najemnino), ki so jo pripravljene plačati. Ker se pri financiranju nepremičnin praviloma uporablja relativno visok finančni vzvod, lahko spremembe v obrestnih merah povzročijo znatne izgube oziroma dobičke njihovim investitorjem. Za zavarovanje pred obrestnim tveganjem se uporabljajo različni finančni instrumenti, npr. obrestne zamenjave (angl. *interest rate swaps*), obrestne "kapice" (angl. *interest rate caps*) idr.²⁰

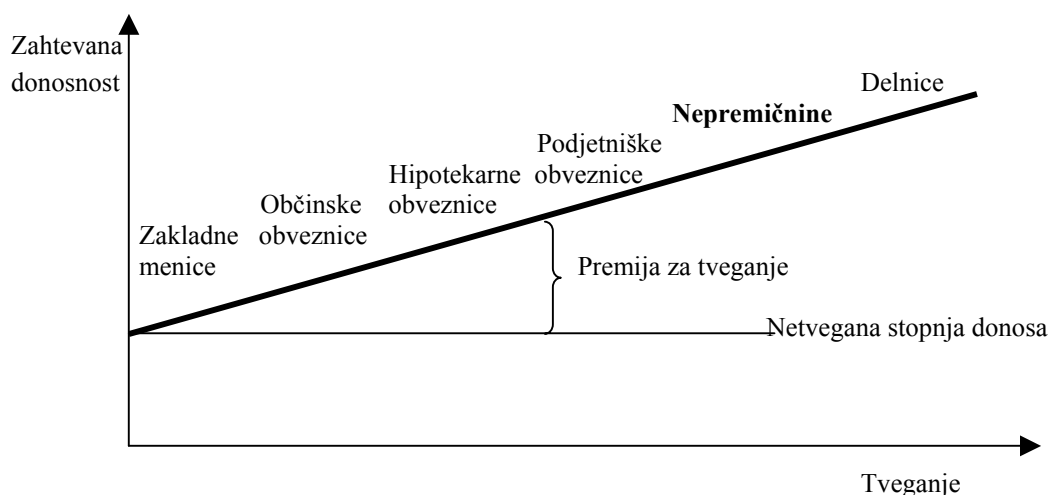
²⁰ Pri **obrestnih zamenjavah** gre za zamenjavo plačila obresti iz dolga, ki ima fiksno obrestno mero, za plačila obresti iz dolga, ki ima variabilno obrestno mero, in obratno. Zamenjave plačila obresti (glavnica dolga se ne prenaša!) se vršijo med različnimi gospodarskimi subjekti, ki tako usklajujejo (fiksne in variabilne) pritoke oziroma odtok iz naslova obresti na aktivni in pasivni strani bilance stanja, s čimer se zavarujejo pred spremembami poslovnega rezultata zaradi spremembe obrestnih mer. Pri **obrestnih "kapicah"** pa posojilodajalec plača tretji stranki ustrezno premijo za prevzem obveznosti plačila (dela) obresti, če bi le-te narasle nad določeno mejo. S tem

- g) **Tveganje sprememb zakonodaje.** Področje nepremičnin je dokaj močno regulirano, zato lahko spremembe v zakonodaji zelo vplivajo na njihovo donosnost.
- h) **Tveganje okolja.** Tudi spremembe v okolju, zavedanje o škodljivih posledicah uporabe določenih materialov, lahko pomembno vplivajo na vrednost nepremičnin (npr. uporaba azbesta za izolacijo nepremičnin je bila včasih popolnoma običajna, danes pa le-ta velja za zdravju škodljivo snov; ali npr. odkritje skladišča radioaktivnih snovi v bližini, ipd.).

5.2. Razvrstitev finančnih naložb glede na donosnost in tveganje

Obstoj opisanih tveganj povečuje zahtevano stopnjo donosa, ki jo mora investitor realizirati z investicijo v nepremičnino. Zahtevana stopnja donosa se tako lahko določi tudi kot seštevek stopnje donosa za netvegano naložbo (običajno jo predstavlja obrestna mera zakladnih menic) ter ustrezne premije za tveganje (odstotni pribitek na netvegano stopnjo donosa, ki odraža vsa tveganja, povezana z investicijo). Različno odvisnost finančnih naložb od opisanih tveganj, s tem povezane različne zahtevane stopnje donosa in mesto, ki ga investicije v nepremičnine zavzemajo med njimi, lahko prikažemo z naslednjo sliko:

Slika 7: Tveganje in zahtevana donosnost finančnih naložb



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

5.3. Viri podatkov

Kot je bilo že omenjeno, je trg nepremičnin relativno slabo likviden, nehomogen, podatki o vrednostih nepremičnin so težje dostopni (ne obstaja kakšen centralni register z vsemi transakcijami, saj ne obstaja obveznost poročanja o njih) ter mnogokrat temeljijo na dokaj subjektivnih ocenah udeležencev na trgu. Pri ocenjevanju donosnosti investicij v nepremičnine se običajno kot merilo jemljejo cene delnic investicijskih nepremičninskih skladov, ki se jih

se zavaruje pred prevelikim porastom obrestnih mer, prav tako pa obdrži tudi koristi, ki bi mu jih prineslo morebitno znižanje obrestnih mer, česar v primeru obrestne zamenjave ni.

primerja med sabo (donosnost lastniških v primerjavi s hipotekarnimi skladi, med lastniškimi skladi z različnimi vrstami naložb, ipd.) ali z donosnostjo drugih oblik finančnih naložb (državne obveznice, podjetniške delnice, ...).

Medtem, ko so podatki za oceno donosnosti ostalih finančnih naložb relativno lahko dostopni (razni delniški in indeksi obveznic – npr. S&P 500, S&P Mid Cap 400, Nasdaq, Salomon Brother's Corporate Bond Index, ...), so podatki o donosnostih nepremičnin, tudi na razvitem ameriškem trgu, ki zato ostaja rdeča nit skozi celotno delo, težje dosegljivi. Najpomembnejši vir podatkov o cenah delnic investicijskih skladov predstavlja Ameriško združenje nepremičninskih investicijskih skladov (angl. *NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts*), ki objavlja mesečne indekse cen delnic tako lastniških kot hipotekarnih in hibridnih nepremičninskih investicijskih skladov. *Pomemben vir podatkov je tudi Svet nepremičninskih investicijskih poverjenikov (angl. NCREIF – National Council of Real Estate Investment Fiduciaries), ki objavlja četrletni indeks donosnosti nepremičnin članov tega sveta in zajema spremembe v neto operativnih dohodkih ter tržnih vrednostih nepremičnin.*

5.4. Merjenje donosnosti in tveganja investicij v nepremičnine – metode in rezultati

Pri rezultatih raznih analiz donosnosti investicij v nepremičnine – npr. primerjave rasti indeksov delnic nepremičninskih investicijskih skladov (REIT-ov) z rastjo vrednosti drugih finančnih naložb – je potrebno ob navedenih stopnjah donosa vedno upoštevati tudi tveganje, ki ga nosijo s seboj. Že iz Slike 7 je razvidno, da npr. državne zakladne menice na dolgi rok ne morejo imeti višje donosnosti kot npr. podjetniške obveznice, saj za prve jamči država, medtem ko je pri drugih gotovost izplačila obveznosti manjša in je temu primerna tudi zahtevana donosnost investitorjev (premija za tveganje). Zato je koristno ob rezultatih donosnosti upoštevati tudi kazalce, ki kažejo na tveganje posameznih vrst finančnih naložb. Le-te lahko pridobimo s statistično obdelavo podatkov (ti. metodo najmanjših kvadratov) o odstopanjih dejanskih (realiziranih) donosov investicije v določenem obdobju od njihovega povprečja ter z vrsto izvedenih statističnih kazalcev (varianca, standardni odklon, koeficient variacije idr.), ki merijo tveganost posamezne vrste naložbe:

a. Kazalci donosnosti:

$$\text{(Aritmetična) povprečna donosnost } (\bar{r}) = \sum_{i=1}^n r_i \div n$$

$$\text{(Geometrijska) povprečna donosnost } (r_G) = \sqrt[n]{(1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_n)} - 1$$

b. Kazalci tveganja:

$$\text{Varianca } (\delta^2) = \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 \div n$$

$$\text{Standardni odklon } (\delta) = \sqrt{\delta^2}$$

$$\text{Koeficient variacije (KV)} = \frac{\delta}{\bar{r}}$$

r = donosnost naložbe v določenem časovnem obdobju (mesečna, četrtna ipd.)

n = število obdobj

V zvezi z donosnostjo investicij v nepremičnine je bila narejena vrsta analiz in primerjav, eno izmed njih predstavlja spodnja tabela:

Tabela 2: Primerjava donosnosti izbranih finančnih naložb (upoštevaje četrtna donosa od leta 1978 do leta 1994)

	S&P500	ICŽP*	Zakladne menice	Podjetniške obveznice	Lastniški REIT-i
Aritmetična povprečna donosnost	3,66%	1,31%	1,86%	2,53%	3,74%
Standardni odklon	7,37%	0,96%	0,74%	6,44%	6,98%
Koeficient variacije	2,01	0,73	0,40	2,54	1,87
Geometrijska povprečna donosnost	3,39%	1,31%	1,86%	2,33%	3,51%

* ICŽP = indeks cen življenjskih potrebščin (CPI – Consumer Price Index)

Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 689.

Iz zgornje tabele je razvidno, da so v obdobju med letoma 1978 in 1994, izmed navedenih oblik finančnih naložb **najvišjo povprečno donosnost**²¹ dosegale investicije v nepremičnine (merjene z donosnostjo delnic lastniških investicijskih skladov – povečanje vrednosti delnice ter izplačane dividende), vendar ob relativno visokem tveganju (tretji najvišji koeficient variacije²²). Iz tabele je razvidno, da so vse oblike naložb prinašale **pozitiven realni donos** (povprečne donosnosti so višje od indeksa cen življenjskih potrebščin – inflacije), pa tudi večina zgodovinskih raziskav potrjuje, da nepremičninske investicije zagotavljajo dobro zavarovanje pred negativnimi posledicami inflacijskih gibanj (Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 183).

²¹ Pri navajanju povprečnega donosa investicije je potrebno razlikovati med aritmetičnim in geometrijskim povprečjem, čeprav sta si vrednosti dostikrat precej blizu. Medtem ko prvi kaže "navadno" povprečno donosnost investicije v obdobju (enaki absolutni prirasti donosnosti posameznega obdobja), kaže geometrijsko povprečje po principu obrestno obrestnega računa (naraščajoči absolutni prirasti donosnosti).

²² Koeficient variacije kaže, koliko enot tveganja prevzame investitor na enoto donosa. Primerjava koeficientov variacije različnih naložb pokaže, za kolikokrat je neka naložba bolj tvegana od druge (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 29).

Glede na dejstvo, da so nepremičninski investicijski skladi doživeli velik razmah v 90. letih prejšnjega stoletja²³, je bilo opravljenih tudi kar nekaj analiz donosnosti ti. **starih REIT-ov** (tj. tistih pred letom 1993) in **novih REIT-ov** (nastali po letu 1993). Novi REIT-i so v obdobju od leta 1994 do leta 1997, ob enaki stopnji tveganja, dosegali višje donosnosti kot stari (mesečna donosnost 1,4% : 1,1%) (Tabela 3). V približno enakem obdobju so REIT-i dosegali sicer nižjo donosnost kot delnice, merjeno z indeksoma S&P 500 ter S&P 400 Mid Cap (Tabela 4), zgodovinsko gledano pa rahlo višjo donosnost a ob občutno nižjem tveganju (Chen, Peiser, 1999, str. 62).

Tabela 3: Povprečna mesečna donosnost in tveganje starih in novih nepremičninskih investicijskih skladov, v obdobju od septembra leta 1994 do julija leta 1997

	Povprečna donosnost	Standardni odklon
Stari REIT-i	0,0108	0,033
Novi REIT-i	0,0136	0,033

Vir: Chen, Peiser, 1999, str. 63.

Tabela 4: Primerjava povprečnih mesečnih donosnosti v obdobju od avgusta leta 1993 do julija leta 1997

	Stari REIT-i	Stari in novi REIT-i skupaj	S&P 500	S&P 400 Mid Cap
Povprečna donosnost	0,0135	0,0144	0,0184	0,01527
Standardni odklon	0,0534	0,0298	0,0297	0,03340

Vir: Chen, Peiser, 1999, str. 63.

Pri merjenju tveganosti naložb v nepremičnine, se pogosto uporablja tudi ti. **CAPM model** (angl. **Capital Asset Pricing Model**). Le-ta temelji na principu že omenjene premije za tveganje (v tem primeru razlike med donosnostjo tržnega premoženja in donosnostjo netvegane naložbe), ki jo prinaša določena finančna naložba, skladno z njenim tveganjem glede na tržno premoženje²⁴, izraženo s koeficientom beta (Mramor, 1998, str.12):

²³ V letu 1993 je bilo izvedenih kar 43 prvih javnih prodaj delnic (novih) REIT-ov (IPOs – angl. **Initial Public Offerings**), v letu 1994 pa še 38 (Chen, Peiser, 1999, str. 61). Razmah industrije REIT-ov v ZDA v začetku devetdesetih let je povzročilo več dejavnikov: vpliv davčne reforme iz l. 1986, kriza v hranilno-posojilnem sektorju, poostren nadzor nad bankami in zavarovalnicami ter prekomerna gradnja v osemdesetih letih. Vse to je vodilo v krizo nepremičninskega trga, ki je povzročila padec vrednosti komercialnih nepremičnin tudi do 50% (NAREIT, 2002). Posojila za nepremičninske investicije so postala zelo težko dostopna, zato se je mnogo nepremičninskih podjetij odločilo za zbiranje kapitala z izdajo (novih) delnic REIT-ov. Na drugi strani so kupci teh delnic ocenili, da so trenutne tržne razmere kratkoročnega značaja, da je zato vrednost nepremičnin podcenjena in s tem dobra priložnost za nakup, kar se je izkazalo za pravilno.

²⁴ Tržno premoženje predstavlja premoženje, ki je popolnoma razpršeno med obstoječe naložbe na trgu, glede na njihov tržni delež (v primeru delnic lahko približek tržnega premoženja predstavlja npr. določen delniški indeks, kupon večjega vzajemnega sklada ipd.).

$$r_X = r_f + (r_m - r_f)\beta_X,$$

kjer je

r_X ... donosnost naložbe X

r_f ... netvegana donosnost (npr. donosnost zakladnih menic)

r_m ... donosnost tržnega premoženja (npr. delniški indeks)

β_X ... koeficient beta za naložbo X – tveganje naložbe X glede na tržno premoženje

$$\beta_X = \frac{r_{X,m} \delta_X}{\delta_m};$$

$r_{X,m}$... korelacijski koeficient med donosnostjo določene naložbe in tržnim premoženjem

Za nepremičninske investicije, bi CAPM model izgledal takole (Chen, Peiser, 1999, str.64):

$$r_{REITs} = \alpha + r_f + (r_m - r_f)\beta_{REITs} + \varepsilon \quad \text{oziroma} \quad (r_{REITs} - r_f) = \alpha + (r_m - r_f)\beta_{REITs} + \varepsilon$$

α ... konstanta (intercept)

ε ... statistična napaka

Koeficient beta kaže na povezanost med gibanjem donosnosti določene naložbe ter donosnostjo tržnega premoženja – če se vrednost bete približuje vrednosti nič, je gibanje donosnosti določene naložbe malo povezana s splošnim gibanjem donosnosti finančnih naložb (tržnega premoženja)²⁵, če je vrednost enaka 1, se donosnost finančne naložbe spreminja (raste ali pada) enako kot donosnost tržnega premoženja, v primeru, da je beta večja od ena pa donosnost določene finančne naložbe variira bolj intenzivno kot tržno premoženje (in s tem teoretično prinaša tudi višji donos – premijo za tveganje). Zaradi te svoje lastnosti je CAPM model zelo uporaben pri merjenju kako vključitev določene finančne naložbe v portfelj vpliva na njegovo donosnost in tveganje (ti. **optimizacija portfelja**). Donosnost nepremičninskih investicij je praviloma nizko korelirana z donosnostjo drugih oblik finančnih naložb²⁶, zato jih portfeljski managerji pogosto vključujejo v svoje portfelje in s tem zmanjšujejo njihovo tveganost. Že omenjena sposobnost zavarovanja pred nepredvidenimi inflacijskimi gibanji je tudi eden glavnih vzrokov za vključitev nepremičnin v portfelj, kar prakticirajo predvsem pokojninski skladi. V obsežni raziskavi, ki so jo opravili Norman, Sirmans in Benjamin za obdobje do leta 1995, so med drugim prišli do naslednjih zaključkov (Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 209):

- makroekonomski dejavniki, kot so obrestne mere, nezaposlenost in potrošnja v določeni meri pojasnjujejo spremembe v donosnosti nepremičnin; po nekaterih rezultatih makroekonomski dejavniki pojasnjujejo tudi do 60% sprememb v cenah nepremičnin

²⁵ Če $\beta=0 \rightarrow r_X=r_f$.

²⁶ Glej npr. Benjamin, Sirmans, Zietz, 2001, str. 197 ali Chen, Peiser, 1999, str. 64.

- nepremičnine so pomemben dejavnik pri optimizaciji portfelja, čeprav ni splošnega konsenza glede tega, kolikšen je optimalen delež nepremičnin v portfelju; le-ta je odvisen od različnih dejavnikov kot so davki, časovno obdobje idr.
- nepremičninske investicije prinašajo višji donos kot druge vrste investicij s podobnim tveganjem
- donosi nepremičninskih investicij niso visoko korelirane z donosi delnic oziroma obveznic; včasih obstaja celo negativna korelacija

Obstaja še cela vrsta rezultatov drugih raziskav glede donosnosti nepremičnin, njihovega vpliva pri optimizaciji finančnega portfelja, vpliva različnih vrst nepremičninskih investicij na donosnost (komercialne, stanovanjske nepremičnine,...), koristi razpršitve nepremičninskega portfelja z vključitvijo nepremičnin v drugih državah, vpliva finančnega vzvoda na donosnost, stopnje predvidljivosti donosov iz nepremičnin in mnogo drugega, kar na tem mestu zaradi pomanjkanja prostora ne more biti predmet obravnave. Dejstvo je, da gre za precej obširno, kompleksno in hitro spreminjajoče se področje, zato so si rezultati raziskav, ki uporabljajo tudi različne metode, mnogokrat nasprotujoči.

6. TRG NEPREMIČNIN V SLOVENIJI

6.1. Stanovanjske nepremičnine

6.1.1. Zgodovina in razvoj slovenskega trga nepremičnin

Današnje stanje na slovenskem trgu nepremičnin je posledica bivše (jugoslovanske) gospodarske oziroma družbeno-politične ureditve ter procesov gospodarskih reform, ki so sledili v letih po osamosvojitvi Slovenije. Za boljše razumevanje današnjega stanja zato najprej podajam zgodovinski pregled stanja na stanovanjskem nepremičninskem trgu do leta 1991 (Nacionalni stanovanjski program, 2000):

- Obdobje od leta 1945 do leta 1954.** To obdobje se je kazalo na stanovanjskem področju s povsem administrativnim razdeljevanjem stanovanj, vključno z zaplembami stanovanjskih hiš in stanovanj, utesnitvami in uvajanjem sostanovalskih razmerij. To obdobje je v najbolj izraziti obliki trajalo nekako do sprejetja jugoslovanske zvezne uredbe o upravljanju stanovanjskih hiš v letu 1954.
- Obdobje od l. 1956 - do l.1972.** Urejanje stanovanjskega področja je bilo v pristojnosti zvezne države. Zvezna zakonodaja je z zakonom o stanovanjskem prispevku s l.1.1956 prvič uvedla stanovanjski prispevek zaposlenih, namenjen za graditev stanovanj oziroma t.i. solidarnostni sistem, ki smo ga v modificirani obliki poznali vključno do leta 1990. Z ustrezno uredbo leta 1956 so bili vzpostavljeni tudi republiški skladi za gradnjo stanovanjskih hiš. V letu 1958 je bila velika večina najemnih stanovanjskih zgradb in stavbnih zemljišč nacionalizirana.

c) Obdobje od 1. 1972 - 1. 1990. Po ustavnih spremembah v letu 1974 je Slovenija izpopolnila republiško stanovanjsko zakonodajo, s čimer je pričela že v letu 1972. Sprejeti so bili številni zakoni, ki so po segmentih urejali stanovanjsko področje. V obravnavanem obdobju so podjetja in drugi t.i. uporabniki družbenih sredstev kot najpomembnejši financerji stanovanjske gradnje namensko zbirali sredstva iz različnih naslovov (sredstva iz dohodka za solidarnostno (nepovratno) združevanje, sredstva iz čistega dohodka za vzajemnostno (povratno) združevanje, sredstva iz čistega dohodka, izločena po zaključnem računu).

Ta sredstva so bila namenjena za reševanje stanovanjskih vprašanj zaposlenih, za zagotavljanje stanovanjskih kreditov zaposlenim, za namenske vezave v bankah ipd. Po obsegu so predstavljala od 2,5% do 4,5% od BOD, odvisno od gospodarskih možnosti podjetij. Prebivalstvo je sodelovalo pri financiranju stanovanjske gradnje z denarnimi sredstvi (gotovina) pri nakupu stanovanj, z lastnim delom in sosedsko pomočjo pri gradnji individualne hiše, s plačilom lastne udeležbe pri dodelitvi stanovanja oz. pridobitvi stanovanjske pravice, posredno pa z namenskim varčevanjem in z odplačevanjem stanovanjskih posojil ter z amortizacijo družbenih stanovanj, obračunano v stanarinah (Nacionalni stanovanjski program, 2000).

Zgoraj opisani sistem združevanja sredstev za stanovanjsko gradnjo je v preteklih letih omogočal, da je bil njen obseg razmeroma visok, saj je skupno število na novo zgrajenih stanovanj med leti 1980 do 1987 bilo vselej višje od 10.000 stanovanj letno, v letu 1981 celo 14.674. Sicer je obseg stanovanjske gradnje pričel opazneje upadati že po letu 1987. Za to je bilo več vzrokov (Nacionalni stanovanjski program, 2000):

- naraščajoča inflacija je povzročila hitro razvrednotenje zbranih sredstev, ker obresti niso zagotavljale ohranjanja njihove realne vrednosti;
- banke so pričele odobravati kredite s klavzulo o mesečni revalorizaciji. Uvedba revalorizacije je zlasti zavrla nakup lastnih stanovanj v t.i. družbeni gradnji, saj osebni dohodki ljudem v glavnem niso več omogočali najemanja večjih posojil;
- upadla je gospodarska moč podjetij

Obdobje od 1.1991 dalje. Celovite spremembe na stanovanjskem področju so najavili že ustavni amandmaji iz leta 1989, ki so ukinili dotedanjo organiziranost stanovanjskega področja in ga začasno vključili v delokrog izvršnih svetov občin in posebnih družbenopolitičnih skupnosti. Leta 1991 je bila uveljavljena nova finančna zakonodaja, s katero so bili ukinjeni skoraj vsi prispevki, med njimi tudi stanovanjski prispevki iz dohodka in združevanje sredstev iz čistega dohodka. Ker istočasno ni bilo zagotovljenih nadomestnih sistemskih virov za financiranje stanovanjske gradnje, je prišlo do njenega drastičnega zmanjšanja. Leta 1991 je bil sprejet tudi stanovanjski zakon (Uradni list RS, št.18/91), ki je na stanovanjskem področju uvedel oziroma omogočil številne novosti (Nacionalni stanovanjski program, 2000).

6.1.2. Značilnosti in problemi slovenskega trga nepremičnin

6.1.2.1. Lastniška struktura

Z leta 1991 sprejetim Stanovanjskim zakonom je bila podana pravna podlaga za transformacijo takratnih družbenih stanovanj v lastniška – stanovalci so imeli možnost odkupiti stanovanja, pri čemer je zakon omogočal številne ugodnosti. Že v osnovi je bila prodajna cena stanovanja določena pri 70 % knjižne vrednosti, pri takojšnjem plačilu pa je bilo mogoče dobiti še dodatni 30% popust, kar je torej pomenilo vsega 40% knjižne vrednosti oziroma približno 15% njihove tržne vrednosti. Stanovalci so omenjene ugodnosti seveda množično koristili, kar ima za posledico relativno velik delež lastniško zasedenih stanovanj. Slovenija ima danes skupaj približno 659.000 stanovanjskih enot. Od tega se dobra polovica, t.j. približno 355.000 stanovanj nahaja v mestnih naseljih. Pred sprejemom stanovanjskega zakona leta 1991 je bilo razmerje med številom lastnih in najemnih (družbenih) stanovanj 67% : 33% v korist prvih. Posledica na podlagi stanovanjskega zakona opravljene privatizacije stanovanj pa je še znatno bolj prevladujoče (samo)lastništvo, saj je sedanje razmerje med številom lastnih in najemnih stanovanj 88% : 12% (Nacionalni stanovanjski program, 2000). Tako velik delež lastniško zasedenih stanovanj poraja kar nekaj negativnih posledic. Ena izmed njih je manjša mobilnost prebivalstva, saj so stanovalci z najemniškim statusom že v osnovi bolj mobilni od lastnikov stanovanj, ta problem pa je še posebej izrazit v državah, ki imajo relativno visok delež lastniških stanovanj, ki še dodatno otežuje prodajo obstoječega in nakup (oziroma najem) novega stanovanja. Manjša mobilnost tako ovira zadovoljevanje potreb po delovni sili v različnih regijah oziroma panogah v gospodarstvu in je tako mnogokrat prikriti dejavnik deficita določenih izobrazbenih profilov. S tega vidika lahko osvetlimo tudi vedno aktualno problematiko pridobitve stanovanj za mlade družine, ki tako v veliki meri še vedno živijo hišah oziroma stanovanjih svojih staršev²⁷, zato ima neustrezna stanovanjska struktura in s tem povezana cenovna neskladja, poleg gospodarskih, regionalno-razvojnih, tudi negativne demografske posledice.

Posledica privatizacije stanovanj, in še prej socialno usmerjene urbanistične politike bivše države, ki je povzročila nastanek velikih blokovskih naselij, je tudi relativno velik delež večlastniških stanovanjskih objektov. Pri njih se pojavlja problem vzdrževanja – problem lastnikov, ki ne poravnajo svojih obveznosti ter problem pristojnosti in dolžnosti upravnikov teh objektov. Novi stanovanjski zakon, ki naj bi bil sprejet v začetku prihodnjega leta, naj bi prinesel večjo uveljavitev tržnih zakonitosti na tem področju, učinkovitejše upravljanje in uredil problematiko zbiranja denarja za vzdrževalna dela. Le-ta naj bi se zbiral na posebnem računu (rezervnem skladu), ki bo ločen od premoženja upravnika, s čimer bo zagotovljena varnost teh sredstev ob morebitni izvršbi oziroma stečaju podjetja (Hribar, 2002, str. 31). S tem povezana

²⁷ Slovenci imamo v povprečju 19 m² stanovanjskih površin po osebi in 1,33 osebe po sobi, povprečje za vse tranzicijske države pa znaša 20,4 m² po osebi in 1,11 osebe po sobi; hkrati znaša slovenski stanovanjski prostor glede na dohodek 22 m², kar je več kot v drugih tranzicijskih državah. Glede na povprečje zahodne Evrope je imela Slovenija za 30% manj stanovanjskih enot na prebivalca, hkrati pa je bil dohodek na osebo približno za 50% nižji, kar negira obstoj stanovanjskega primanjkljaja pri nas (Bevk, 1999, str. 16).

specifika slovenske stanovanjske privatizacije je tudi ti. problem "revnih lastnikov", ki so spričo ugodnih pogojev sicer prišli do lastništva stanovanja, vendar njihovi tekoči dohodki ne zadoščajo za redno izpolnjevanje osnovnih lastniških obveznosti, kot so plačilo vzdrževalnih del, davkov idr. (Cirman et al., 2000, str. 79).

Ena izmed negativnih posledic, ki jih je prinesla sprememba družbeno-ekonomskega sistema in privatizacije stanovanjskega fonda, je tudi problem gospodinjev, ki živijo v denacionaliziranih stanovanjih in so bili prikrajšani za odkup stanovanja pod ugodnimi pogoji, hkrati pa živijo pod stalnim pritiskom morebitne izselitve.

Pogled na slovenski stanovanjski sklad kaže, da je le-ta star v povprečju že skoraj 40 let in ni najbolj vzdrževan, vendar je kvaliteta stanovanj še vedno boljša kot v ostalih tranzicijskih državah (Bevk, 1999, str. 16). Povečuje se razkorak med ponudbo in povpraševanjem po stanovanjih, kar zgovorno osvetljujejo tudi visoke cene stanovanj in profitnih stanovanjskih najemnin, dolgi seznam prosilcev in s tem povezane dolge čakalne dobe za dodelitev socialnih in neprofitnih stanovanj upravičencem v najem ter ne nazadnje tudi veliko število tistih, ki jim ni mogoče ustreči z dodelitvijo ugodnih stanovanjskih posojil Stanovanjskega sklada Republike Slovenije (Nacionalni stanovanjski program, 2000). Vendar pa bi težko rekli, da je vzrok za ta razkorak in posledično visoke cene stanovanj oziroma najemnin premajhna količina stanovanj. Dejstvo je, da se manko stanovanj kaže predvsem v večjih mestnih središčih, medtem ko je na podeželju in v gospodarsko manj razvitih območjih stanovanj na pretek (Pavlin, 1997, str. 46). V Sloveniji tako ni problem premajhno število stanovanj temveč njihove visoke cene in omejene možnosti pridobitve stanovanja za mlade družine (Bevk, 1999, str. 16).

Tabela 5: Nekaj stanovanjskih kazalcev izbranih evropskih držav

DRŽAVA	ŠTEVILO VSEH STANOVANJ NA 1000 PREBIVALCEV LETA 1996 (*1995)	STANOVANJA S KOPALNO ALI PRŠNO KADJO V % OD VSEH STANOVANJ	STANOVANJA S CENTRALNIM OGREVANJEM V % OD VSEH STANOVANJ	ŠTEVILO V LETU 1995 ZGRAJENIH STAN. NA 1000 PREBIVALCEV
Poljska	299,0	78,6	69,2	1,7
Irska	309,0*	94,2	58,7	8,5
Slovenija	346,0	87,1	64,0	2,9
Hrvaška	359,3	76,5	25,1	1,5
Avstrija	391,0	95,4	68,9	6,6
Madžarska	394,0	79,6	48,2	2,4
Bolgarija	411,0	55,0	17,0	0,8
Nemčija	439,0*	.	.	7,4
Francija	484,0	97,0	81,8	6,9
Švica	499,6	.	.	6,7

Vir: Nacionalni stanovanjski program, 2000.

6.1.2.2. Problemi nepremičninske evidence

Ustrezna nepremičninska zakonodaja je eden izmed temeljnih pogojev za učinkovito delovanje nepremičninskega trga. Za to mora natančno definirati tržne udeležence, njihove pravice in obveznosti ter sankcije v primeru neizpolnjevanja teh obveznosti. Eden izmed pogojev je tudi učinkovito izvajanje zakonskih določil. V Sloveniji je nepremičninsko področje zakonsko še vedno dokaj neurejeno, kar potrjuje v nadaljevanju opisan problem neurejene nepremičninske evidence, vrsta še nesprejetih zakonov (novi Stanovanjski zakon, ki naj bi bil sprejet predvidoma v začetku leta 2003, Zakon o graditvi objektov, Zakon urejanju prostora, Zakon o posredovanju v prometu z nepremičninami,...), težave pa se pojavljajo tudi pri izvrševanju določil oziroma sankcioniranju kršiteljev (najbolj pereči so problemi izvršbe na premoženju dolžnika, deložacije idr.).

V Sloveniji, podobno kot v Nemčiji in Avstriji, poznamo dualizem pri vodenju nepremičninske evidence – na eni strani zemljiško knjigo in na drugi zemljiški kataster. Zemljiška knjiga se vodi na sodiščih in vsebuje podatke o nepremičnini (opis nepremičnine), lastniku nepremičnine in stvarnih pravicah na nepremičnini (zastavna, služnostna, zakupna, predkupna pravica idr.). Zemljiški kataster pa vodi Geodetska uprava Republike Slovenije in je uradna evidenca tehničnih podatkov o legi, obliki, površini, mejah, vrsti rabe zemljišč ter lastninska pravica na posameznih zemljiščih (Bevk, 1999, str. 20). Zaradi omenjenega dualizma lahko prihaja do podvajanja podatkov, zato je pomembna usklajenost podatkov obeh evidenc – Zakon o zemljiški knjigi tako določa, da v primeru odstopanja zemljiška knjiga povzema podatke o opisu nepremičnine iz zemljiškega katastra, medtem ko je zemljiški kataster dolžan v svoji evidenci vpisati lastnika nepremičnine, kot je vpisan v zemljiški knjigi. Poleg podvajanja podatkov je eden izmed bistvenih problemov tudi informatizacija zemljiške knjige, saj je le-ta zaradi zastarele tehnologije postala velika ovira pri evidentiranju lastnine na nepremičninah. Z informatizacijo bi se preprečili nepotrebni (podvojeni) vnosi, povečala bi se zanesljivost podatkov, ažurnost in zmanjšali stroški vodenja (Bevk, 1999, str. 23). Enega izmed problemov nepremičninske evidence predstavlja tudi nevpisana etažna lastnina, saj danes še vedno približno 90% etažne lastnine ni vpisane v zemljiško knjigo (Kremžar, 2002, str. 23), kar predstavlja oviro pri nemotenem pravnem prometu z nepremičninami in ima tudi širše negativne gospodarske posledice. V Sloveniji predstavlja problem pri vpisu etažne lastnine dejstvo, da mnogo kupcev stanovanj, zaradi specifičnosti obravnavanja lastnine v bivšem sistemu, ne razpolaga z originalno pogodbo med investitorjem in kupcem nepremičnine oziroma z vsemi listinami (kupoprodajnimi pogodbami) o prenosu lastnine na nepremičnini od prvega do zadnjega kupca, ki se zahteva za vpis v zemljiško knjigo. Zato novela zakona o posebnih pogojih za vpis lastninske pravice na posameznih delih stavbe v zemljiško knjigo (ZP) uvaja postopek ti. nastavitve zemljiške knjige, kjer sodišče na podlagi znanih podatkov in poizvedb zbira podatke o nepremičninah, nosilcih pravic na nepremičninah, bremenih ipd., kar pa bo postopek vpisa etažne lastnine v zemljiško knjigo še dodatno zapletlo (Kremžar, 2002, str. 23).

6.1.2.3. Problemi postopkov izvršbe in izselitve

Učinkovitost izterjave oziroma poplačila terjatev upnikov v primeru, ko dolžnik ni zmožen poravnati svojih pogodbenih obveznosti, je ključni element zagotavljanja pravnega varstva in pogoj za učinkovito delovanje trga. V Sloveniji, v nasprotju z evropskimi državami, kjer postopek zaplenitve, prodaje in izselitve dolžnika v povprečju traja nekaj mesecev (Bevk, 1999, str. 29), lahko celoten postopek traja nekaj let. Pri tem je še do nedavnega veljalo, da je dolžnik lahko obdržal stanovanjsko pravico in dobil najemniški status za nedoločen čas. Novela zakona o izvršbi in zavarovanju (ZIZ), ki je začela veljati oktobra leta 1998, pravico dolžnika do najema omejuje na največ tri leta od prodaje nepremičnine, kar za upnike pomeni veliko večjo možnost prodaje in s tem poplačila njihovih terjatev. Tudi sicer novi zakon prinaša kar nekaj novosti, ki so v korist upnikov, npr. (Komar-Jadek, 1999, str. 52):

- določba, ki daje sodiščem pooblastilo, da od upravljalcev podatkov, ne glede na določbe o varstvu osebnih podatkov, zahtevajo vse podatke o dolžniku;
- uvedba "privatnih" izvršiteljev, ki utegne pospešiti poplačila upnikov in zmanjšanje sodnih zaostankov;
- sprememba priljubljenega dolžniškega "instituta odloga" izvršbe, kjer je izpuščenih nekaj dosedanjih razlogov za odlog, prav tako je skrajšan tudi rok za odlog na največ tri mesece; idr.

Kljub dobremu namenu zakonodajalca z novim zakonom, ki naj bi bolj zaščitil upnike in pospešil postopke poplačila njihovih terjatev in hkrati ustrezno ščitil interese dolžnika, v smislu varovanje njegove eksistence, je mogoče slišati pogoste kritike, da zakon ni zadostil njegovemu namenu. Z nekaterimi določbami je namreč naložil upnikom večje finančno breme (npr. obvezna udeležba upnikovega pooblaščenca pri rubežih), še vedno ne odpravlja perečega problema "pavšalnih" ugovorov dolžnikov in drugo, prav tako pa bo uspešnost novega zakona v veliki meri še vedno odvisna od učinkovitosti (hitrosti) dela sodišč.

6.1.2.4. Davčna zakonodaja

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

- a.) Davek od premoženja.** Obdavčene so stavbe, deli stavb, stanovanja, garaže in prostori za počitek in rekreacijo. Davčna osnova se določi na podlagi točkovanja, ki je odvisno od meril republiškega organa za stanovanjske zadeve in občinskih organov. Vrednost točke se letno revalorizira z indeksom cen življenjskih potrebščin. Davčni zavezanec je fizična oseba, ki nepremičnino poseduje (lastnik), ne glede na to ali premoženje uporablja sam ali pa ga daje v najem. Za posamezne vrste stavb (stanovanja, poslovni prostori, vikendi,...) veljajo različne ureditve in davčne stopnje.²⁸

²⁸ Za podrobnosti glej Cirman et al., 2000, str. 86.

- b.) Nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča.** Plačuje se na območjih mest in naselij mestnega značaja na katerih so že zgrajeni objekti in naprave, na območjih določenih za stanovanjsko graditev in na drugih območjih, ki so opremljena z vodovodnim in električnim omrežjem. Stavbno zemljišče je lahko zazidano ali nezazidano (tj. zemljišče, na katerem še ni zgrajen noben objekt oziroma zemljišče, ki presega površino funkcionalnega zemljišča). Davčni zavezanec je neposredni uporabnik zemljišča oziroma stavbe na zemljišču (lastnik ali najemnik). Območje, za katerega se pobira nadomestilo določi vsaka občina posebej, na podlagi točkovanja, ki je odvisno od opremljenosti stavbnega zemljišča, lege, ipd., zato se višina nadomestila med občinami lahko bistveno razlikuje.
- c.) Davek na zapuščine, dediščine in darila.** Osnova je prometna vrednost premoženja²⁹ po odbitku dolgov, stroškov in bremen, ki odpadejo na to premoženje. Med zavezanca plačila tega davka ne spadajo dediči prvega dednega reda, dediči oziroma obdarjenci, ki na premoženju ne morejo pridobiti lastninske pravice, pravice uporabe ali užitka, osebe, ki podedujejo oziroma dobijo v dar kmetijsko zemljišče ali tisti, ki premoženje brez povračila odstopijo Republiki Sloveniji, lokalni skupnosti ali humanitarnim organizacijam. Stopnje davka so odvisne od vrednosti premoženja in dednega reda.
- d.) Davek od prometa nepremičnin.** Plačuje se pri vsakem odplačnem prenosu lastninske pravice na nepremičninah in pri zamenjavi nepremičnin, razen pri izjemah, določenih v 8. členu Zakona o davku na promet nepremičnin (ZDPN-1). Zavezanec za plačilo davka je prodajalec nepremičnine oziroma pri zamenjavi vsak od udeležencev za vrednost nepremičnine, ki jo odtuji. Davčno osnovo predstavlja dogovorjena prodajna cena, davčna stopnja pa znaša 2%. Prihodek od tega davka pripada občini, kjer nepremičnina leži (Zakon o davku na promet nepremičnin, 1999).
- e.) Davek na kapitalski dobiček.** V primeru nepremičnin predstavlja davčno osnovo razlika med prodajno vrednostjo in revalorizirano nabavno vrednostjo nepremičnine, pri čemer se, v primeru več tovrstnih transakcij znotraj davčnega leta, kapitalski dobički in izgube pobotajo. Davek na kapitalski dobiček se ne plača v primerih, ko se ne plača davek od prometa nepremičnin.
- f.) Davek na dohodek iz premoženja.** Predmet obdavčitve so dohodki, ki jih dobi zavezanec – fizična oseba, z oddajanjem premičnega in nepremičnega premoženja v najem. Osnova za obdavčitev je letni znesek najemnine, zmanjšan za stroške tekočega in investicijskega vzdrževanja, upravljanja in obratovanja, če jih lastnik plačuje sam. Davčna stopnja znaša 25% in se upošteva kot akontacija pri odmeri dohodnine.
- g.) Davek na dohodek iz kmetijstva.** Osnova je katastrski dohodek kmetijskih in gozdnih zemljišč, zmanjšan za obvezne prispevke za socialno varnost, pristojbine in priznane olajšave.

²⁹ Med premoženje se šteje nepremičnine, pravice na nepremičninah in premično premoženje (razen gospodinjskih predmetov), če njegova skupna vrednost presega povprečno letno neto plačo preteklega leta v Republiki Sloveniji (Cirman et al., 2000, str. 88).

Koalicijski sporazum sedanje vlade predvideva sprejetje novega zakona o obdavčitvi nepremičnin, ki bi naj bi začel veljati z letom 2003. Z njim naj bi dosegli večjo racionalnost pri uporabi stavbnih zemljišč, med drugim naj bi bila dodatno obdavčena stavbna zemljišča, ki jih lastniki nerazumno dolgo ne pozidajo, prazni poslovni prostori, zaraščajoča se kmetijska zemljišča in veleposestva nad 200 hektarov, ki jih lastniki ne obdelujejo sami. Na drugi strani bodo določene olajšave za oddajanje nepremičnin v najem, za redno obdelovanje kmetijskih zemljišč, za novogradnje in obnavljanje starih stanovanj, okoljevarstvena vlaganja idr. Z davki na premoženje naj bi tako v prihodnjih nekaj letih zbrali za približno 1,5% konsolidiranih javnofinančnih prihodkov in odhodkov (Brezovnik, 2001, str. 2).

6.1.3. Vloga Stanovanjskega sklada Republike Slovenije

Stanovanjski sklad Republike Slovenije (SSRS) je bil ustanovljen s stanovanjskim zakonom leta 1991. Je javni sklad in osrednja državna institucija za financiranje stanovanjske oskrbe, saj financira nacionalni stanovanjski program oziroma spodbuja stanovanjsko gradnjo, prenovo in vzdrževanje stanovanj in stanovanjskih hiš. Med njene dejavnosti tako sodi (Stanovanjski sklad RS, 2002):

- dajanje dolgoročnih posojil z ugodno obrestno mero fizičnim in pravnim osebam za pridobivanje neprofitnih najemnih, socialnih in lastnih stanovanj in stanovanjskih hiš z nakupom, gradnjo in prenovo,
- investiranje v gradnjo stanovanj in stavbna zemljišča ter poslovanje z nepremičninami,
- zagotavljanje premij v okviru nacionalne stanovanjske varčevalne sheme
- opravljanje drugih zakonskih nalog in nalog za izvajanje nacionalnega stanovanjskega programa.

Glavni vir sredstev za delovanje Stanovanjskega sklada Republike Slovenije so bili deleži kupnin od privatizacije stanovanj, ki je iz tega naslova od svoje ustanovitve prejel 17,6 milijarde tolarjev. Kot vir sredstev stanovanjski zakon določa tudi proračun, vendar je ta sredstva Stanovanjski sklad Republike Slovenije, javni sklad prejel prvič šele v letu 1995 v višini 2,287 milijarde SIT. Sredstva so bila namenska in usmerjena v kreditiranje državljanov za nakupe stanovanj in gradnjo individualnih stanovanjskih hiš ter kreditiranje izgradnje neprofitnih stanovanj. Ta sredstva so tako pomenila prvo intervencijo države in so se po letu 1995 kontinuirano zagotavljala, čeprav ne v tolikšnem obsegu kot v prvem letu. V letu 2000 in 2001 Stanovanjski sklad Republike Slovenije kljub temu, da je bilo s proračunom to predvideno, ni dobil nobenih sredstev iz državnega proračuna za dejavnost, razen za popotresno obnovo Posočja. Stanovanjski zakon določa kot vir financiranja tudi sredstva, ustvarjena z izdajo vrednostnih papirjev Sklada. Tako je Stanovanjski sklad Republike Slovenije izdal obveznice Stanovanjskega sklada Republike Slovenije 1.izdaje (v letu 1995), 2.izdaje (v letu 1998) in 3. izdaje v začetku leta 2001 (Stanovanjski sklad RS, 2002).

Z uvedbo Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme³⁰ je na stanovanjskem trgu prišlo do prave male revolucije, kar zbuja upanje, da bo že kmalu lažje priti do stanovanja. Kljub temu so mnenja o tem, kaj se bo zgodilo leta 2004, ko bodo prišli na trg nepremičnin prvi prihranki in posojila iz prvega razpisa, precej različna. Obstaja namreč bojazen, da bodo cene stanovanj zaradi povečanega povpraševanja tega še bolj narasle, na drugi strani pa namerava Stanovanjski sklad trg uravnotežiti z novo ponudbo cenovno ugodnih stanovanj, del prihrankov pa naj bi se tudi investiralo v obnovo oziroma nadgradnjo obstoječih nepremičnin. Aprila leta 2002 se je v izbranih bankah začela že četrta serija sklepanja varčevalnih pogodb po nacionalni stanovanjski varčevalni pogodbi. V dosedanjih treh razpisih je pogodbe sklenilo okoli 55.000 varčevalcev, privarčevali pa so okoli 25 milijard SIT (Kump, 2002, str. 31).

6.1.4. Pregled gibanja cen na stanovanjskem trgu

V Sloveniji praktično ni verodostojne baze podatkov o trenutnih in preteklih cenah nepremičnin. Najboljši približek gibanja cen na nepremičninskem trgu nudi baza podatkov Slonep, kjer vodijo evidenco od leta 1995 do leta 2001. Pri tem je potrebno upoštevati, da objavljeni podatki predstavljajo le del nepremičninskega trga, saj gre za podatke, ki jih posredujejo nepremičninske agencije, vključene v projekt, medtem ko se veliko poslov z nepremičninami sklene tudi mimo nepremičninskih agencij in o katerih ne obstaja nobena javna evidenca (podatke o teh poslih ima sicer davčni urad). Prav tako je potrebno upoštevati, da so objavljene (ponudbene) cene nepremičnin običajno višje od doseženih ob dejanski sklenitvi posla ter da pogodbeni partnerji na pogodbo običajno napišejo nižjo ceno zaradi nižjega plačila davka na promet z nepremičninami (Križnik, 2002, str. 11). Področje evidence doseženih cen v prometu z nepremičninami, podatke o nepremičnini, strankah in drugo, naj bi uredil novi zakon o posredovanju v prometu z nepremičninami (osnutek zakona je dostopen na strani http://nepremicnine.si21.com/novice/2001/predlog_zakona.html).

Anketa (Rogelj, 2002, str. 21), opravljena med nepremičninskimi agencijami v nekaterih večjih slovenskih mestih, izpostavlja eno lastnost slovenskega stanovanjskega trga, ki je skupna vsem mestom: največje povpraševanje obstaja po manjših stanovanjih (enosobnih ali garsonjerah), ki dosegajo ceno do 8 milijonov SIT. To kaže na trenutno kupno moč prebivalstva, predvsem mladih družin, ki še nimajo rešenega stanovanjskega vprašanja. Večina nepremičninskih posrednikov v prihodnje ne pričakuje več tako hitre rasti cen stanovanj. Cene novogradenj so še vedno relativno visoke (glej tabelo 6), s tem pa se vzdržujejo oziroma povišujejo tudi cene starejših stanovanj.

³⁰ Več o Nacionalni stanovanjski varčevalni shemi (loti, obdobje varčevanja, premije SSRS, obrestne mere idr.), glej npr. <http://www.stanovanjskisklad-rs.si/stran1.htm> ali Pečenko, 1999, str. 25 – 33 ali Kruhar, 2002, str. 31.

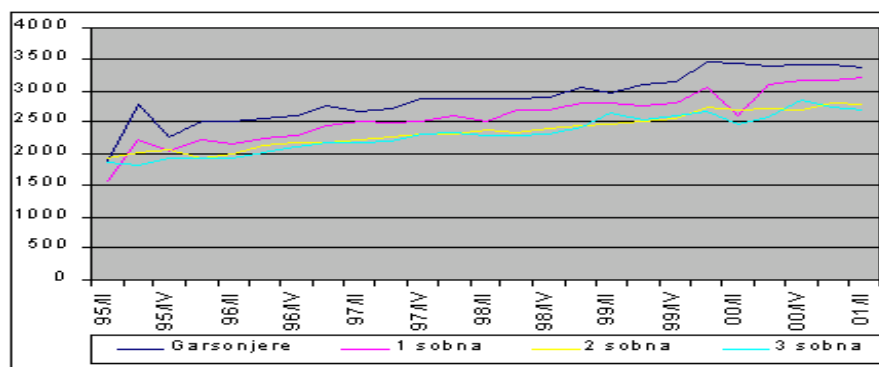
Tabela 6: Okvirne cene stanovanj, velikosti 50 m², v večjih slovenskih mestih (februar 2002)

	Staro 25 let (v mio SIT)	Staro 10 let (v mio SIT)	Novogradnja (v EUR/m ²)
Ljubljana	14 - 16	nad 16	nad 1500
Maribor	8,5	9,2	1150 - 1300
Celje	6 - 6,5	ni ponudbe	1000 - 1250
Novo mesto	nad 8,5	do 10	1400 - 1500
Koper	11 - 15	12 - 17	nad 1600

Vir: Rogelj, 2002, str. 21.

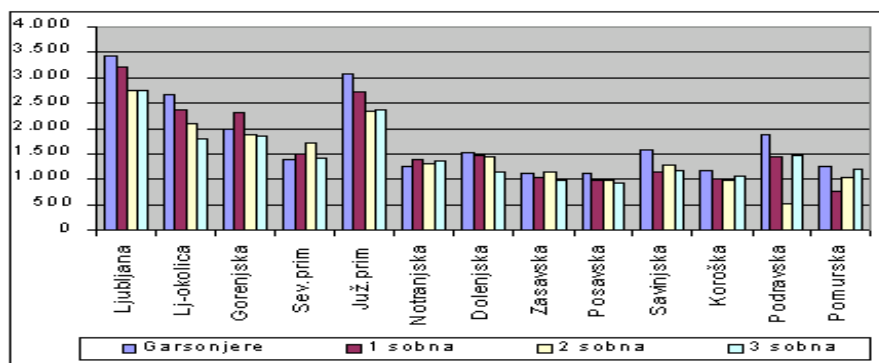
Iz tabele 6 je tudi razvidno, da najvišje cene dosegajo stanovanja v prestolnici in na Obali. Cene stanovanj dosegajo v Ljubljani od 1300 (večsobna stanovanja) do 1700 (garsonjere) evrov na kvadratni meter, najcenejša pa so v Posavju (že od 500 EUR/m²) (Perko, 2001, str. 22). Zgornje trditve potrjujejo tudi podatki iz baze Slonep (Sliki 7 in 8). Trenutno najdražja stanovanja v Sloveniji se nahajajo v Devetki, na Čopovi ulici, kjer je potrebno za kvadratni meter odšteti okoli 3.500 evrov.

Slika 8: Gibanje cen stanovanj v Sloveniji v obdobju od 1. 1995 do 2001 (v DEM/m²)



Vir: Slonep, 2002.

Slika 9: Povprečne cene stanovanj, julij 2001 (v DEM/m²)



Vir: Slonep, 2002.

6.2. Nepremičnine, ki prinašajo dohodek

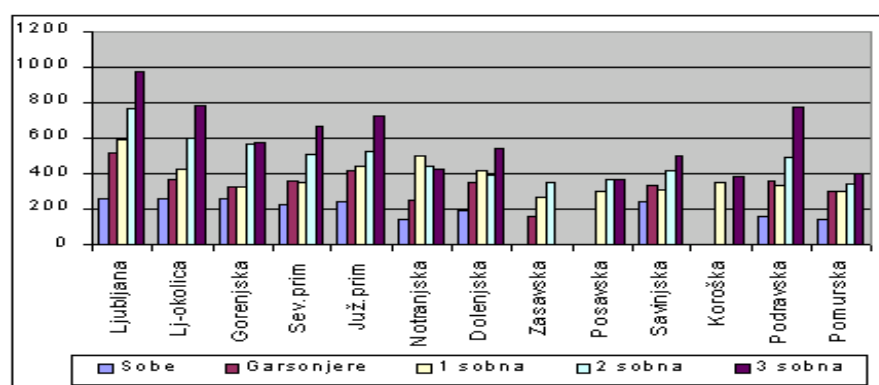
Kot je bilo omenjeno že v poglavju o problemih slovenskega nepremičninskega trga, danes najemni sektor predstavlja še vedno (pre)skromen delež zaradi prevladujočega lastništva nepremičnin. Razvoj najemnega sektorja se začne šele v letih po osamosvojitvi Slovenije in je logična posledica stanja in problemov slovenskega nepremičninskega trga. Največje povpraševanje v zasebnem najemnem sektorju obstaja po manjših stanovanjih (enosobna ter garsonjere), kar odraža predvsem pereč stanovanjski problem mladih družin, ki se na trgu srečujejo s premajhno tovrstno ponudbo (velik delež lastniških stanovanj, premalo neprofitnih najemnih stanovanj,...). Najvišje cene dosegajo nepremičnine v prestolnici, najnižje tiste v gospodarsko najmanj razvitih območjih (Zasavje, Posavje).

Podobno kot v zasebnem, se cene gibljejo tudi v podjetniškem najemnem sektorju. Pravi razvoj se je začel z graditvijo nekaterih večjih pisarniških poslovnih centrov (BTC, WTC; Eurocenter), ki dosegajo tudi najvišje najemnine (nakup kvadratnega metra v Eurocentru se giblje med 2.350 in 2.550 evri, najem pa okoli 20 evrov za bruto kvadratni meter na mesec). Še vedno zelo pomembno vlogo igra lokacija objekta, vendar pa ta, kot bo podrobneje opisano v nadaljevanju, po mnenju nepremičninskih strokovnjakov ni več ključnega pomena.

6.2.1. Zasebni najemni sektor

Podobno kot pri nakupu, so tudi pri najemu stanovanj cene najvišje v prestolnici, ki ji sledijo primorska regija ter okolica Ljubljane, Dolenjska in Gorenjska itd. (glej sliko 9). Najnižje najemnine so značilne za gospodarsko najmanj razvite in neperspektivne regije (Zasavje). Največje povpraševanje obstaja po manjših stanovanjih (garsonjere ter enosobna stanovanja)

Slika 10: Povprečne stanovanjske najemnine, junij 2001 (v DEM)

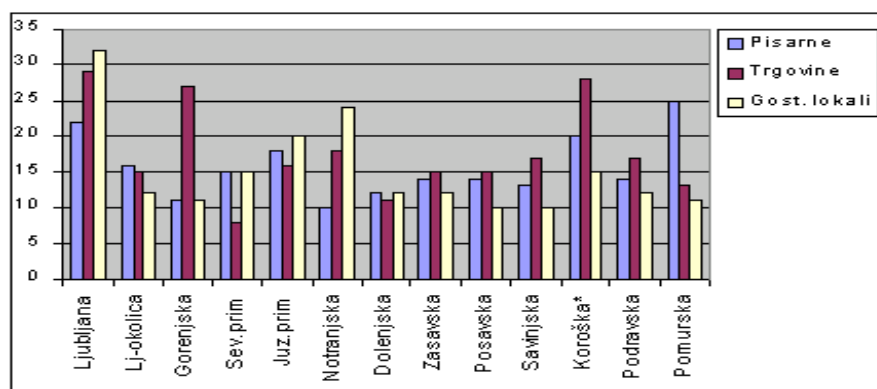


Vir: Slonep, 2002.

6.2.2. Podjetniški najemni sektor

Tudi pri poslovnih prostorih dosegajo najvišje cene tisti v prestolnici, izjema so le gostinski lokali, ki so najdražji v Južno-primorski regiji. Kljub temu, da lokacija objekta igra pomembno vlogo pri oblikovanju najemnin poslovnih prostorov, pa le-ta po mnenju nekaterih nepremičninskih posrednikov zaradi dobrih cestnih povezav, ni več ključnega pomena. Prav tako predstavlja na najboljših (najdražjih) lokacijah poseben problem parkiranje, saj podjetja, ki imajo tam poslovne prostore, običajno nimajo tudi lastnih parkirišč, kar znižuje vrednost nepremičnin. Zanimanje za najem poslovnih prostorov pa v zadnjem času upada, tudi zaradi vedno bolj ugodnih liziških pogojev. Zato se najemnine poslovnih prostorov znižujejo, poslovno dogajanje pa se vedno bolj seli na obrobje mestnih središč (Urbas, 2002, str. 8).

Slika 11: Povprečne najemnine za poslovne prostore, junij 2001 (v DEM/m²)



Vir: Slonep, 2002.

6.3. Hipotekarno financiranje nepremičnin v Sloveniji

V Sloveniji je trg hipotekarnih kreditov razmeroma slabo razvit, čeprav v zadnjih letih pridobiva na veljavi. Razloge za zaostajanje za razvitejšimi državami lahko najdemo predvsem v dveh, v prejšnjem poglavju podrobneje opisanih dejavnikih: neurejeni nepremičninski evidenci ter zakonodaji o izvršbi in zavarovanju.

Prvi razlog je razumljiv, saj se lahko hipoteka ustanovi le z vknjižbo zastavne pravice v zemljiško knjigo, v Sloveniji pa, kot že rečeno, velika večina nepremičnin še ni vpisana v zemljiško knjigo. Pri zakonodaji o izvršbi in zavarovanju je bil sicer narejen napredek z novelo Zakona o izvršbi in zavarovanju, vendar pa je stari zakon še do leta 1998 zaviral večji razmah hipotekarnega financiranja nepremičnin, predvsem zaradi določila, da ima posojilojemalec, ki je posojilo zavaroval s hipoteko in ni več zmožen odplačevati posojila, pravico ostati v stanovanju kot najemnik. S tem se bistveno zmanjša kakovost hipoteke, saj je takšno nepremičnino bistveno težje, če ne celo nemogoče prodati. Hipoteka namreč dobi svojo funkcijo v le v primeru, če je

mogoče nepremičnino (čim hitreje in s čim nižjimi stroški) prodati in dolžnika tudi izseliti (Kruhar, 2002, str. 31).

Oviro za razvoj hipotekarnega financiranja pri nas predstavljajo tudi relativno visoke obrestne mere, vezane na temeljno obrestno mero (TOM), zato se pri najemanju tovrstnih posojil mnogo slovenskih investorjev raje kot za domače, odloča za tuje banke. Poleg tega v tujini, za razliko od slovenskih bank, ponujajo ti. "prava" oziroma "klasična" hipotekarna posojila, ki temeljijo na dolgoročnih virih in imajo poudarek na vrednosti zastavljene nepremičnine in le v manjši meri na rednih prihodkih kreditojemalca. Ponudba tovrstnih kreditov je v slovenskih bankah zelo redka, kriva pa naj bi bila zakonodaja (Valher, 2002, str. 42). Prav tako je v Sloveniji prava redkost zastava nepremičnine, ki se šele kupuje. Slovenci v zadnjih letih vse bolj povprašujejo po hipotekarnih kreditih, pri katerih kreditodajalci presojujejo izključno vrednost zastavljenega premoženja, zato ne čudi, da je zadolženost slovenskega zasebnega sektorja v tujini v letu 2001 presegla 40% (Lajh, 2002, str. 36). Slovenske banke med drugim za odobritev posojila fizičnim osebam zahtevajo pogodbo o sklenjenem delovnem razmerju za nedoločen čas, na izbiro pa vpliva tudi razmerje med vrednostjo premoženja in odobrenim posojilom, ki pri tujih bankah znaša praviloma okoli 1,7, medtem ko naše banke zaradi razmer v zvezi izvršbo in možnostjo prodaje premoženja zahtevajo faktor 2 do 3 (Lajh, 2002, str. 37). Pri hipotekarnem financiranju poseben problem za slovenske banke predstavlja pomanjkanje dolgoročnih virov – v svoji pasivi imajo namreč v glavnem kratkoročne vire in če bi bila aktiva na daljši rok zamrznjena, bi lahko banka zašla v likvidnostne težave. V svetu ta problem rešujejo z listinjenjem hipotekarnih posojil, pri nas pa je tovrstna zakonodaja še v pripravi – Zakon o hipotekarnem bančništvu naj bi bil sprejet v začetku leta 2003, pri čemer se zakonodajalec nagiba k varianti, da bi hipotekarne obveznice izdajale samo specializirane banke, medtem ko bi hipotekarna posojila lahko še naprej dajale vse komercialne banke, le refinancirati jih ne bi mogle z izdajo hipotekarnih obveznic (Kruhar, 2001, str. 22).

Močno konkurenco bančnim hipotekarnim posojilom, poleg lizinga nepremičnin, ki je podrobneje prikazan v naslednjem poglavju, predstavlja najem posojila, zavarovanega pri zavarovalnici. Vzroke za to lahko najdemo negativni konotaciji besede hipoteka in v razmišljanju, da zavarovalnica ne bo terjala izplačila dolga s prodajo nepremičnine, kar pa ne drži. Prednost posojila pri zavarovalnici pa predstavlja postopek odobritve posojila, ki je mnogo krajši in manj zapleten kot pri bankah (Kruhar, 2002, str. 31).

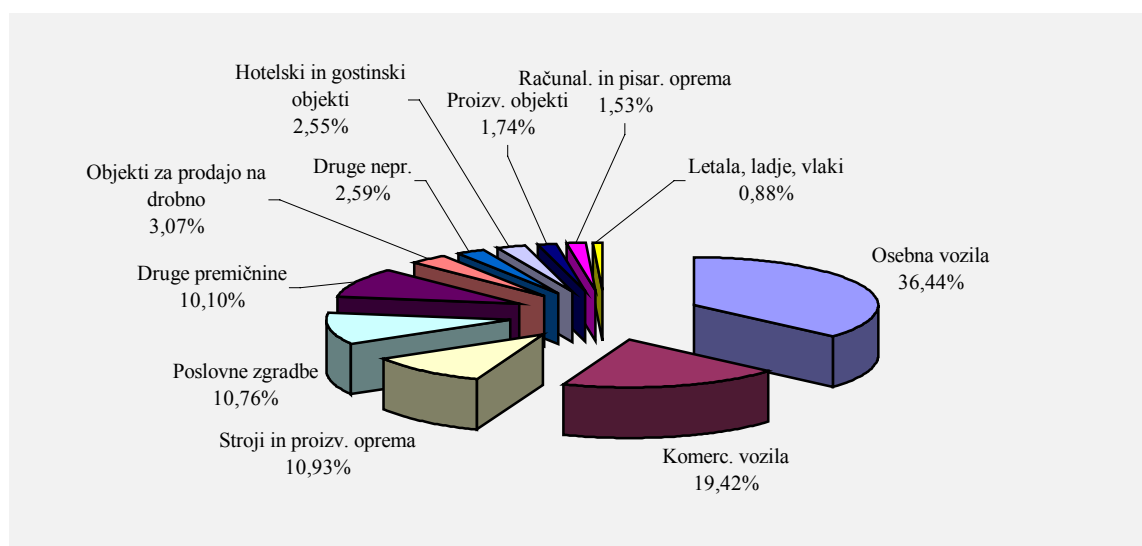
Pri hipotekarnih posojilih lahko omenim še zavarovanje hipotek, ki v Sloveniji zaenkrat še ne obstaja, uvedle pa so ga angleške zavarovalnice leta 1998 (angl. **Mortgage Payment Protection Insurance – MPPI**). Ta produkt predstavlja zavarovanje v primeručasne nezmožnosti odplačevanja (hipotekarnega) posojila, ki nastopi zaradi izgube službe, bolezni ipd (ne velja za primer smrti). V takih primerih zavarovalnica izplača zavarovalnino, ki nadomesti izpad dohodka posojilojemalca (Bošnik, 2002b, str. 17).

6.4. Lizing nepremičnin v Sloveniji

6.4.1. Položaj lizinga nepremičnin v Sloveniji in primerjava z evropskimi državami

V Sloveniji se je lizing začel pospešeno razvijati šele po osamosvojitvi. Leta 1993 je bilo ustanovljeno Združenje lizinških podjetij Slovenije, ki deluje v okviru Gospodarske zbornice Slovenije in evropskega združenja Leaseurope, katerega član je. Lizing v Sloveniji pridobiva vse večjo veljavo, izmed vseh vrst lizinga pa se je v zadnjih letih najbolj povečal prav lizing nepremičnin, precej pa se je zmanjšal pa lizing industrijske opreme (Rant, 2002, str. 13). V celotnem prometu lizinških hiš v Sloveniji še vedno največji delež zavzema lizing osebnih in komercialnih vozil (glej tabelo 6), v okviru nepremičnin pa je bilo največ poslov sklenjenih na področju lizinga poslovnih zgradb. Pri lizingu nepremičnin največji, kar 90-odstotni tržni delež zavzema lizinška hiša Hypo Lizing. Lani so lizinške hiše ustvarile skupno za 574 milijonov evrov poslov, od tega več kot dve tretjini, dobrih 454 milijonov evrov, s premičninami (Bošnik, 2002, str. 20).

Slika 12: Delež posamezne vrste lizinga v Sloveniji v letu 2001



Vir: Bošnik, 2002, str. 20.

Tabela 7: Najuspešnejši lizingodajalci v letu 2001 v Sloveniji

Lizingodajalec	Hypo Leasing	Porsche Leasing	Debis AC Leasing	Hypo Leasing	Debis AC Leasing	Summit Leasing
Posli v mio EUR	55,66	51,31	42,43	31,05	29,6	26,54
Vrsta lizinga	Poslovne zgradbe	Osebnna vozila	Osebnna vozila	Druge premičnine	Komercialna vozila	Osebnna vozila

Vir: Bošnik, 2002, str. 20.

Podobno kot v Sloveniji, tudi evropske lizinške hiše največ prometa ustvarijo s posli avtomobilskega lizinga (27,3%), sledijo lizing strojne in industrijske opreme (21,64%), lizing nepremičnin (15,59%), lizing transportnih vozil (13,73%), lizing računalnikov in pisarniških strojev (11,63%), lizing ladij, letal in opreme za železnico (5,06%) ter ostalo (5,05%). Pri tem imajo vodilno vlogo Nemčija (25,22% vrednosti vseh sklenjenih lizinških pogodb), Velika Britanija (22,17%), Italija (20,37%) in Francija (16,82%), ki tako skupaj ustvarijo skoraj 85% vrednosti vseh članic združenja Leaseurope (Kranjec, 2002, str. 21).

6.4.2. Primerjava hipotekarnega posojila in lizinga nepremičnin

Kot je bilo omenjeno v poglavju o hipotekarnih posojilih v Sloveniji, predstavlja lizing vedno bolj uveljavljeno alternativo pri financiranju nepremičnin. Pri lizingu je pomemben davčni vidik, predvsem pri pravnih osebah, saj stroški lizinga zmanjšujejo dobiček podjetij (davčno osnovo). Vendar pa je, zaradi nepreglednosti in zakrivanja pogojev lizinških hiš, pravilen izračun stroškov lizinga in s tem objektivna primerjava s posojili zelo otežena. Osnovna slabost posojil v primerjavi z lizingom je vsekakor višje zavarovanje (razmerje med vrednostjo nepremičnine in odobrenim posojilom), ki ga zahtevajo banke ter sam postopek vpisa zastavne pravice na nepremičnini. Ena izmed prednosti posojil pa je v dejstvu, da mora lizingojemalec plačati davek na dodano vrednost (DDV) tako na glavnico kot na obresti, česar pri najemu bančnega posojila ni (Gerovac, 2002, str. 18).³¹

Praktična primerjava stroškov pokaže, da je lizing nepremičnin, v primerjavi z najetjem posojila, bistveno dražji³². Razloge za to lahko najdemo v višjih obrestnih merah (manjše lizinške hiše svoje vire financiranja iščejo pri bankah, na katere pribijejo svojo provizijo) ter obdavčitev in visoke operativne stroške (Štajner, 2002, str. 18).

6.5. Nepremičninski investicijski skladi v Sloveniji

V Sloveniji zaenkrat še ne obstaja noben tovrsten investicijski sklad. Razvilo se je že nekaj investicijskih skladov, ki pa premoženje investorjev nalagajo predvsem v državne obveznice ter v podjetniške dolžniške in lastniške vrednostne papirje, na domačem in (manj) na tujem kapitalskem trgu. Donosi investicijskih skladov so v zadnjem letu spričo rasti tečajev vrednostnih papirjev v Sloveniji presegli vsa pričakovanja investorjev. To je, ob hkratnem nižanju bančnih obrestnih mer, povzročilo velik priliv dodatnih finančnih sredstev v vzajemne sklade³³ in, kar je še pomembneje, do določene mere spremenilo način razmišljanja slovenskih varčevalcev. Ob nadaljevanju takšnih gibanj bo moral kapitalski trg najti alternativne oblike plasiranja finančnih sredstev, kjer se odpira prostor tudi za trg nepremičnin.

³¹ Omenili smo že, da davek na promet nepremičnin plača prodajalec nepremičnine.

³² Glej Štajner, 2002, str. 18 – tabeli 2 in 3.

³³ Ob koncu maja 2002 so imeli vzajemni skladi za dobrih šeststo milijonov tolarjev sredstev v gotovini. V juniju pa se je v sklade steklo še za skoraj tri milijarde tolarjev svežega denarja (Kačič, Spasenič, 2002, str. 3).

SKLEP

Trg nepremičnin predstavlja v razvitejših državah (npr. v Združenih državah Amerike) pomemben segment kapitalskega trga, ki deluje na podlagi tržnih principov, z ustrezno podporo države v obliki raznih državnih agencij in skladov, ki spodbujajo njegovo delovanje in razvoj, predvsem z vidika zagotavljanja varnosti oziroma likvidnosti investicij. Takšen trg omogoča investitorjem v nepremičnine ustrezen dostop do finančnih sredstev, gospodarskim subjektom s presežkom finančnih sredstev novo alternativo za njihovo razpršitev, zmanjšanje tveganja in s tem doseganja optimalnega donosa. Nenazadnje takšen trg predstavlja tudi pomemben vir proračunskih prihodkov države. Investitorji na razvitem nepremičninskem trgu imajo na voljo različne investicijske možnosti, mnogo tekočih in zgodovinskih podatkov za racionalno odločanje, relativno nespremenljive principe delovanja trga in ustrezno podporo v dodelani nepremičninski, davčni in drugi zakonodaji.

Slovenski nepremičninski trg čaka na poti do stanja, kjer bi lahko bil primerljiv s tistimi v najrazvitejših državah, še kar nekaj korakov. Največji problem predstavljajo najprej neurejena oziroma nedodelana zakonodaja, neučinkovit sodni sistem in izredno slabo stanje nepremičninske evidence. Poseben problem je tudi neustrezna struktura lastništva nepremičnin in splošna slaba razvitost kapitalskega trga, prav tako tudi nekateri neugodni makroekonomski dejavniki (npr. inflacija). Vzroke za omenjeno stanje so, poleg dejstva, da gre v primeru Slovenije za relativno mlado državo, predvsem zgodovinske narave (preteklega gospodarsko-družbeno-političnega sistema), katerega posledice se močno poznajo še danes, kjer se gospodarska kultura razvitejših kapitalističnih gospodarstev še ni popolnoma uveljavila. Pri tem se je potrebno zavedati, da je današnje stanje na trgu nepremičnin in kapitalskem trgu nasploh posledica dejstva, da do oblikovanja institucij, zakonodaje in drugih elementov sistema ni prišlo po "naravni", evolucijski poti, torej zaradi nastajajočih potreb, ki bi izvirale iz realnega gospodarskega sektorja, temveč obratno. Oblikovani sistem je bil stvar "umetnega", nepopolnega in skorajda enkratnega prenosa iz razvitejših gospodarstev v okolje, ki je bilo (pre)dolgo navajeno na drugačne principe delovanja. Omenjena pot razvoja in trenutno stanje s kopico problemov nepremičninskega trga, utegnejo imeti negativne razvojne posledice na daljši rok – ne samo na trg nepremičnin temveč tudi na splošno gospodarsko razvitost Slovenije.

LITERATURA

1. Benjamin John, Sirmans Stacy, Zietz Emiliy: 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.
2. Bevk Marinka: Trg nepremičnin v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 46 str.
3. Bošnik Lucija: Največ poslov z avtomobili. *Finance*, Ljubljana, 2002, 76, str. 20.
4. Bošnik Lucija: Nelojalna konkurenca. *Finance*, Ljubljana, 2002a, 76, str. 19.
5. Bošnik Lucija: Obdržimo zastavljeno stanovanje. *Finance*, Ljubljana, 2002b, 76, str. 17.
6. Brezovnik Alenka: Nepremičnine še po starem. *Dnevnik*, Ljubljana, 3.12.2001, str. 2.
7. Brigham Eugene, Gapenski Louis, Daves Phillip: *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition. Fort Worth (TX): The Dryden Press, 1999. 1088 str.
8. Brueggeman William, Fisher Jeffrey: *Real Estate Finance and Investments*. Boston (MA), Irwin McGraw-Hill, 1997. 760 str. (54 pril.).
9. Chen Jun, Peiser Richard: The Risk and Return Characteristics of REITs – 1993-1997. *Institutional Investor Journals: Real Estate Finance*. New York (NY), 16(1999), 1, str. 61-68.
10. Cirman Andreja, Čok Mitja, Lavrač Ivo, Zakrajšek Petra: Poslovanje z nepremičninami. *Zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 128 str.
11. Gerovac Ksenija: Lizingojemalca obremenjujejo davki. *Finance*, Ljubljana, 2002, 76, str. 18.
12. Graff Richard: Economic Analysis Suggests that REIT Investment Characteristics are Not as Advertised. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. Grand Forks (ND), 7(2001), 2, str. 99-123.
13. Graham Carol, Knight John: Cash Flows vs. Earnings in the Valuation of Equity REITs. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. Grand Forks (ND), 6(2000), 1, str. 17-25.
14. Hribar Janina: Upravniki – vestni gospodarji. *Dnevnik*, Ljubljana, 7.3.2002, str. 31.
15. Hu Dapeng, Pennington-Cross Anthony: The Evolution of Real Estate in the Economy. *Journal of Real Estate Portfolio Management*. Grand Forks (ND), 7(2001), 2, str. 169-176.
16. Kačič Matej, Spasenić Goran: Vzajemci zasuti z denarjem. *Finance*, Ljubljana, 2.7.2002, str. 3.
17. Komar-Jadek Dagmar. Zakon o izvršbi in zavarovanju. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 48(1999), 1/2, str. 51-53.
18. Kranjec Samo: V Evropi kraljujejo velike štiri države. *Finance*, Ljubljana, 22.4.2002, str. 21.
19. Kremžar Luka: Vpis etažne lastnine nekoliko težji. *Svet nepremičnin*, Ljubljana, 9(2002), 1/3, str. 23.
20. Križnik Božena: Fantomske podražitve stanovanj. *Delo*, Ljubljana, 2.7.2002, str. 11.
21. Kruhar Simona: Pojem, ki v podzavesti odvrča – Postopek za hipotekarno posojilo je dolgotrajen, vendar ima posojilo vrsto prednosti. *Dnevnik*, Ljubljana, 24.5.2002, str. 31.

22. Kruhar Simona: V znamenju očitnih sprememb – Prizadevanja za uvedbo hipotekarnega financiranja v Sloveniji že potekajo. Dnevnik, Ljubljana, 7.12.2001, str. 21-22.
23. Kump Miran: Zgodbe in računi. Dnevnik, Ljubljana, 22.3.2002, str. 31.
24. Lajh Otmar: Želim ugoden hipotekarni kredit. Kapital, Ljubljana, 11(2002), 281, str. 36-38.
25. Mohorič Saša: Listinjenje premoženja (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 6, str. 2-9.
26. Mohorič Saša: Listinjenje premoženja (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000a), 7/8, str. 2-9.
27. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Zapiski predavanj, 5. poglavje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998, str. 12.
28. Pavlin Cveto: Stanovanjsko gospodarstvo: blede prihodnost stanovanjske gradnje. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1997, 47, str. 46.
29. Pečenko Boštjan: Financiranje in refinanciranje nepremičnin. Diplomsko delo Visoke poslovne šole. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 44 str.
30. Perko Bogdan: Cene stanovanj se še niso ustavile. Finance, Ljubljana, 7.9.2001, str. 22.
31. Rant Domen: Lizinški promet se postopoma umirja. Dnevnik, Ljubljana, 20.7.2002, str. 13.
32. Rogelj Darja: V slovenskih mestih je največ povpraševanja po garsonjerah in enosobnih stanovanjih. Finance, Ljubljana, 1.3.2002, str. 21.
33. Siegel Jay: Mortgage REITs: Funding Management Is Key. [URL: http://www.nareit.com/portfoliomag/sep00/sector_spot.shtml], 6.5.2002).
34. Štajner Matjaž: Togost posojil, nepreglednost lizinga. Finance, Ljubljana, 22.4.2002, str. 18.
35. Urbas Uroš: Ljubljana potrebuje manjše luksuzne hiše. Finance, Ljubljana, 8.7.2002, str. 8.
36. Valher Anita: Pregled ponudbe slovenskih bank. Kapital, Ljubljana, 11(2002), 281, str. 42-45.

VIRI

1. Nacionalni stanovanjski program (Uradni list RS, št. 43/0).
2. NAREIT - National Association of Real Estate Investment Trusts. [URL: <http://www.nareit.com/aboutreits/thestorytext.cfm>], 27.4.2002.
3. NAREIT - National Association of Real Estate Investment Trusts. [URL: <http://www.nareit.com/aboutreits/faqtext.cfm>], 2.5.2002a.
4. Slonep. [URL: http://arhiv.slonep.net/cene/cene_nep.htm], 6.7.2002.
5. Stanovanjski sklad Republike Slovenije. [URL: <http://www.stanovanjskisklad-rs.si/stran5.htm>], 23.6.2002.
6. Xrefer, The web's reference engine. [URL: <http://www.xrefer.com/entry.jsp?xrefid=589193>], 6.5.2002.
7. Zakon o davku na promet nepremičnin (Uradni list RS, št. 57/99).