

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NEPREMIČNINSKI INVESTICIJSKI SKLADI

Ljubljana, september 2009

JURE ZADRAVEC

IZJAVA

Študent Jure Zadavec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne_____

Podpis:_____

KAZALO

UVOD.....	1
1 Nepremičninski skladi	1
2 Pravna ureditev in trg REIT-ov po svetu.....	4
2.1 ZDA	6
2.2 Velika britanija	7
2.3 Nemčija	8
2.4 Francija	9
2.5 Nizozemska.....	10
2.6 Japonska.....	11
2.7 Singapur	11
2.8 Pregled pomembnih predpisov po državah in komentar.....	13
3 Donosnost REIT-ov in delniškega trga v ZDA	16
3.1 1960. leta.....	16
3.2 1970. leta.....	16
3.3 1980. leta.....	18
3.4 1990. leta.....	20
3.5 21. stoletje (2000-2007).....	23
4 Donosi REIT-ov v odvisnosti od obrestnih mer, inflacije in tržnih donosov	26
4.1 Obrestne mere v teoriji ocenjevanja vrednosti sredstev	26
4.2 Tveganja in donosi REIT-ov.....	27
5 Nepremičninski skladi in Slovenija.....	30
5.1 Zakonodajno področje v Sloveniji.....	30
5.2 Nepremičninski skladi v Sloveniji.....	30
5.2.1 BTC d.d.	31
SKLEP	34
LITERATURA IN VIRI.....	36
TERMINOLOŠKI SLOVAR	38

KAZALO SLIK IN TABEL

Slika 1: Število vseh REIT-ov v ZDA od leta 1971 do leta 2007.....	2
Slika 2: Organizacijska struktura REIT-ov v ZDA.....	4
Slika 3: Tržna kapitalizacija REIT-ov po svetu dne 30.6.2007 v milijonih USD.....	5
Slika 4: Sredstva v upravljanju REIT-ov po svetu dne 30.6.2007 v milijonih USD.	5
Slika 5: Povprečna višina sredstev v upravljanju REIT-ov po svetu, dne 30.6.2007 v milijonih USD.	6
Tabela 1: Pregled pomembnih predpisov po posameznih obravnavanih državah (2007)...	13
Slika 6: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 70. letih.	17
Slika 7: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 70. letih.	18
Slika 8: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 80. letih.	19
Slika 9: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 80. letih.	20
Slika 10: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 90. letih.	21
Slika 11: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 90. letih.	23
Slika 12: Donosi REIT-ov in delniškega trga v od leta 2000 do leta 2007.....	25
Slika 13: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga od leta 2000 do leta 2007.....	25
Tabela 2: Korelacijski koeficient opazovanih spremenljivk v obdobju od leta 1972 do 2007, na podlagi mesečnih vrednosti spremenljivk in stopnja značilnosti (p). N = 432.	29
Tabela 3: Primerjava donosov podjetja BTC, delniških donosov v Sloveniji (SBI20) in donosov ameriških REIT-ov med leti 1994 in 2007. Podatki so v odstotkih.....	33

UVOD

Nepremičnine so ena izmed najpogostejših in najbolj atraktivnih naložb po vsem svetu. Ker so tovrstne naložbe podprte z realno in uporabno vrednostjo, so nepoučenim investitorjem bolj razumljiva investicija kot drugi vrednostni papirji. Večina ljudi nepremičnine kupi z namenom bivanja, medtem ko priložnosti in prednosti, ki izhajajo iz nepremičnin kot oblike investicije, zaradi visokih investicijskih vložkov mnogi ne morejo izkoristiti.

V ZDA so zato že leta 1960 uvedli možnost zbiranja sredstev investitorjev z namenom investiranja v nepremičnine preko nepremičninskih skladov (*Real Estate Investment Trust*, v nadaljevanju REIT). Skozi leta so REIT-i dobili posebno vlogo in dodatne zakonske ugodnosti in omejitve, s čimer so postali pomembna investicijska priložnost v ZDA. Skozi leta so se izkazali z visokimi donosi, majhno volatiliteto in boljšimi rezultati v slabih gospodarskih ciklih kot delniški trgi. Njihovo popularnost potrjuje visoka rast tržne kapitalizacije REIT-ov v ZDA, ki je od 200 mio USD leta 1960 narasla na 382 mrd USD v letu 2007 in predstavlja dobro polovico svetovne tržne kapitalizacije REIT-ov, ki je v letu 2007 znašala kar 764 mrd USD (Ernst and Young, 2007, str. 14). REIT-i postajajo popularni tudi v drugih državah, najbolj so se glede na tržno kapitalizacijo poleg ZDA, uveljavili tudi v Avstraliji (112 mrd USD), Franciji (75 mrd USD), Veliki Britaniji (58 mrd USD) in na Japonskem (49 mrd USD). Pojav REIT-ov po svetu je povezan z uvedbo posebne zakonodaje, ki investitorjem ponuja določene ugodnosti, ki jih bom v svoji nalogi za omenjene države tudi predstavil. Slovenska zakonodaja REIT-ov še ne obravnava, zato ni presenetljivo, da tovrstnih skladov kot investicijske oblike pri nas še ne poznamo.

V svoji diplomski nalogi bom analiziral donosnosti REIT-ov skozi čas, zakonske okvire in lastnosti REIT-ov, ter posebnosti v njihovih oblikah delovanja. S svojo nalogo bom ugotovil ali so nepremičninski skladi primerna investicija za slovenski trg. Pozornost bom usmeril predvsem na kapitalske REIT-e, ki so zaradi kasneje opisanih značilnosti bolj primerni obliki nepremičninskih skladov za namene diplomske naloge, saj je njihov portfelj pretežno sestavljen iz naložb v nepremičnine, medtem ko pri hipotekarnih REIT-ih iz naložb v hipotekarna posojila in sorodne vrednostne papirje. Ko bom v nadaljevanju diplomske naloge omenjal REIT-e, bodo to kapitalski REIT-i v ZDA, razen če bo izrecno izpostavljena drugačna oblika delovanja. Zaradi finančne krize, ki vlada v letu 2008 in zaradi dostopnosti novejših podatkov bom za prikaz rezultatov uporabljal podatke do konca leta 2007.

1 NEPREMIČNINSKI SKLADI

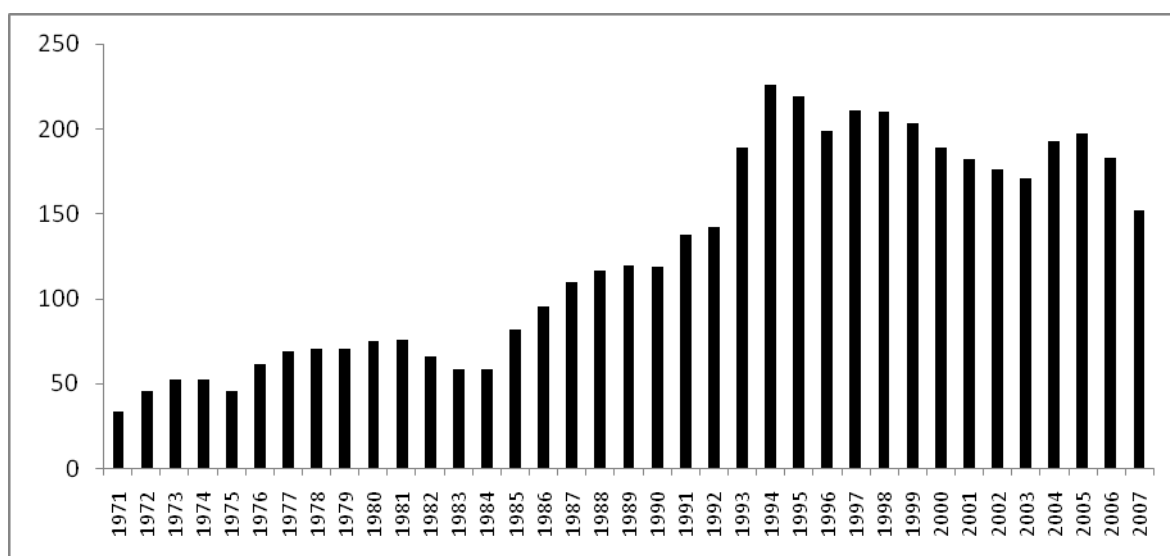
Besedi REIT in nepremičninski sklad lahko nepoučene vlagatelje zavedejo glede vrste te naložbene oblike. REIT-i namreč niso vzajemni skladi, ki prodajajo enote premoženja

investitorjem, kot bi se lahko sklepalo iz njihovega poimenovanja, temveč so običajne delniške družbe z nekaj zakonskimi privilegiji in obveznostmi. REIT-i so podjetja, ki zbrana investicijska sredstva vlagajo v različne vrste nepremičninskih naložb in katerih namen je maksimizacija dobička in vrednosti delnic. Ločevanje dobička in vrednosti delnic je na mestu, saj REIT-i investitorjem nudijo donos v dveh oblikah:

- Dividendni donos – REIT-i morajo izplačati vsaj 90% tekočega čistega dobička v obliki dividend delničarjem in to vsako četrletje,
- Kapitalski donos – donos iz rasti cen delnic – investitorji v REIT-e, tako kot lastniki delnic drugih podjetij ustvarjajo donos zaradi rasti cen delnic REIT-ov v lasti, ki jih lahko kadarkoli dokupijo in prodajo, po trenutni tržni ceni na borzi.

Število REIT-ov je od začetka delovanja v 60. letih iz 10, do konca leta 2007 naraslo na 152 (glej Slika 1). Predvsem od 90. let prejšnjega stoletja je v panogi prisotna velika aktivnost združevanj in prevzemov, zaradi katere se število REIT-ov manjša. V zadnjih letih smo priča podcenjenosti delnic REIT-ov na borzi, ki pozitivno vplivajo na prevzemne aktivnosti.

Slika 1: Število vseh REIT-ov v ZDA od leta 1971 do leta 2007.



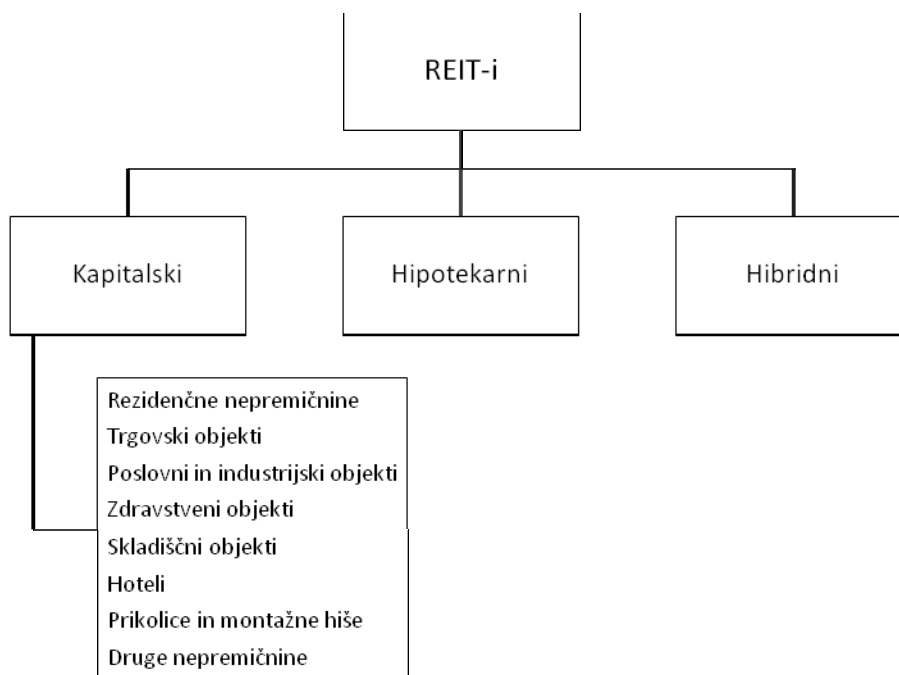
Vir: National Association of Real Estate Investment Trusts(v nadaljevanju NAREIT), Industry Data, 2008.

Oblika in namen delovanja skladov, razvoj ter rast panoge, nove investicijske priložnosti, rast števila konkurentov, zakonski okviri in drugi dejavniki, so REIT-e, podobno kot ostala podjetja iz drugih panog, prisilila v specializacijo, in nenehno minimizacijo stroškov ter izboljševanje organizacijskih procesov. V več kot 40-letni zgodovini, sta se razvili dve delitvi REIT-ov:

- Delitev glede na vrsto investicij:
 - Hipotekarni nepremičninski skladi (*Mortgage REIT's*): naložbe v hipotekarne vrednostne papirje,
 - Kapitalski nepremičninski skladi (*Equity REIT's*): naložbe v nepremičnine z namenom oddajanja,
 - Hibridni nepremičninski skladi (*Hybrid REIT's*): kombinacija obeh zgornjih.

- Druga delitev je posledica specializacije nepremičninskih REIT-ov zaradi večje stroškovne učinkovitosti in pristopa k upravljanju različnih vrst nepremičnin. REIT-i so lahko specializirani za vlaganje v naslednje vrste nepremičnin:
 - Rezidenčne nepremičnine (*Apartment REIT's*),
 - Trgovske objekte (*Retail REIT's*),
 - Poslovne in industrijske objekte (*Offices and Industrial Properties*),
 - Zdravstvene objekte (*Health Care REIT's*),
 - Objekte namenjene shranjevanju osebnih stvari – shrambe (*Self-Storage REIT's*),
 - Hotele (*Hotel REIT's*),
 - Prikolice in montažne hiše (*Manufactured-Housing REIT's*),
 - Druge nepremičninske sektorje (npr. »Triple-net lease« *REIT's*).

Slika 2: Organizacijska struktura REIT-ov v ZDA.

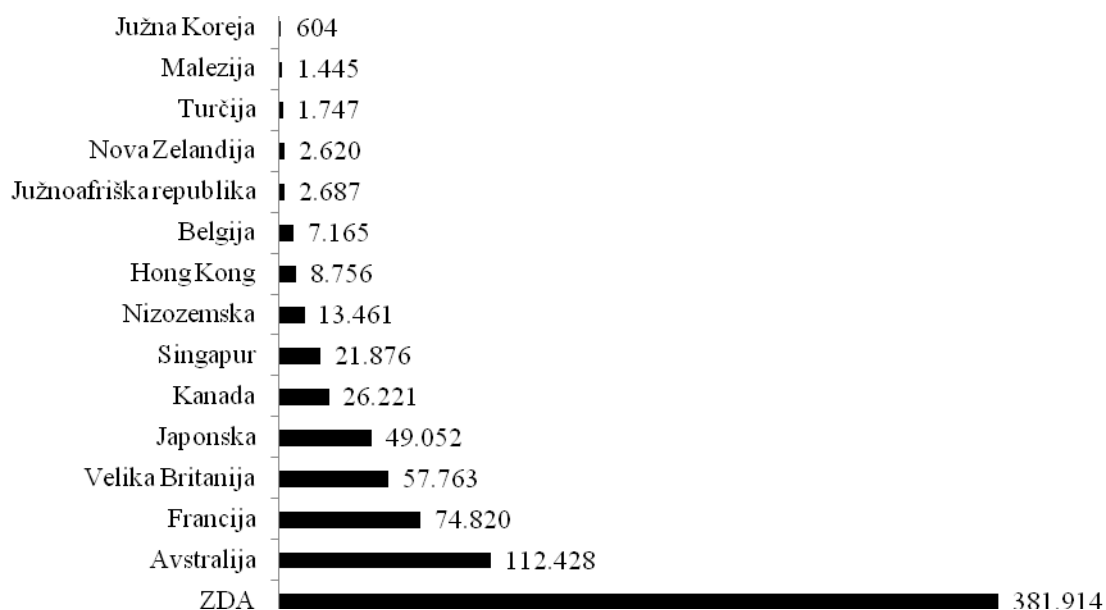


2 PRAVNA UREDITEV IN TRG REIT-OV PO SVETU

Pravna in finančna regulativa REIT-ov ima zelo pomemben vpliv na njihove donose in druge značilnosti ter ugodnosti. V tem poglavju bom povzel ureditve in ugodnosti REIT-ov v ZDA, Veliki Britaniji, Nemčiji, Franciji in na Nizozemskem, ter za primerjavo tudi v najbolj razvitih azijskih državah na področju REIT-ov, torej Japonski in Singapurju.

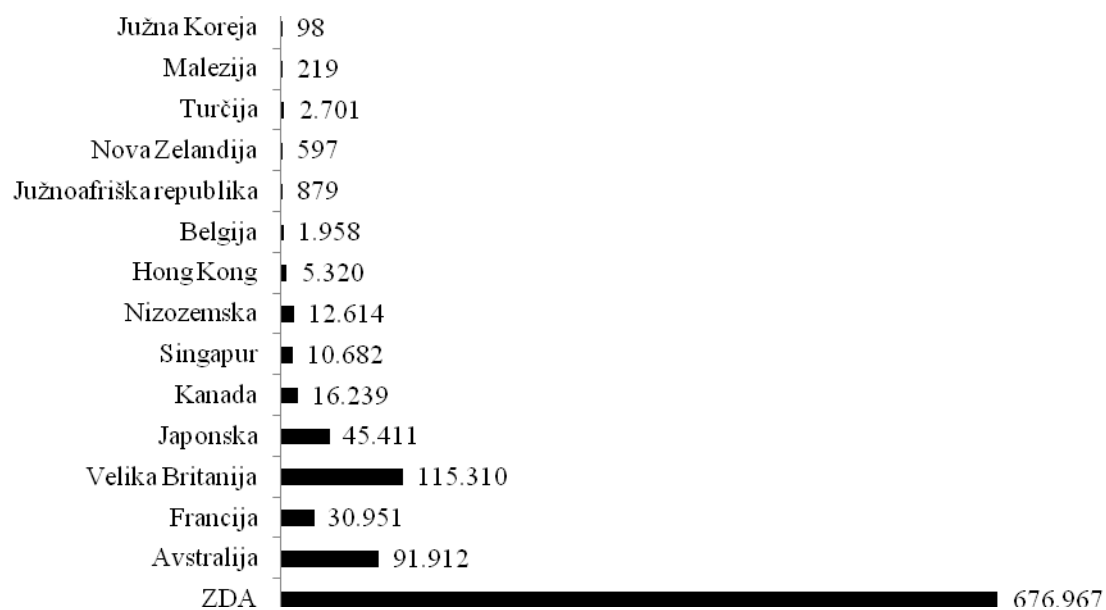
REIT-i po svetu so v razcvetu šele zadnja leta, kar je razvidno tudi iz zaostanka tržnih kapitalizacij za ZDA, ki ima skoraj 382 milijard USD tržne kapitalizacije (glej Slika 3). Na drugem mestu ji sledi Avstralija s 112 milijardami USD. Zaostanek ostalih držav je celo takšen, da vsota vseh obravnavanih ne doseže kapitalizacije REIT-ov v ZDA. Še večji razkorak je v sredstvih, ki jih imajo v upravljanju REIT-i po svetu. ZDA je s 677 milijardami USD zopet vodilna, sledi ji Velika Britanija s skoraj 115 milijardami USD (glej Slika 4), vsota sredstev v upravljanju vseh REIT-ov pa zopet ne doseže te, ki jo imajo v upravljanju REIT-i v ZDA. Zanimiv je pa podatek o povprečni višini sredstev v upravljanju REIT-ov po svetu – največji REIT-i namreč niso v ZDA, temveč v Veliki Britaniji, njihova povprečna višina sredstev v upravljanju pa je s 8,9 milijarde USD dvakrat večja od te v ZDA. Sledijo jima Nizozemska in Avstralija s 1,8 oziroma 1,6 milijarde USD (glej Slika 5).

Slika 3: Tržna kapitalizacija REIT-ov po svetu dne 30.6.2007 v milijonih USD.



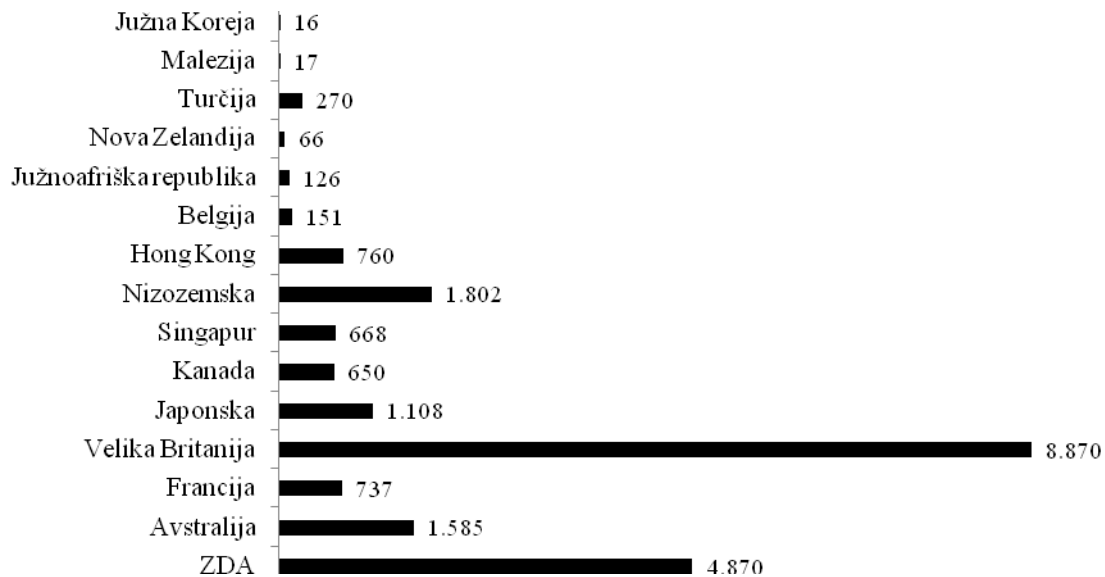
Vir: Ernst & Young, Global REIT Report, 2007, str. 64.

Slika 4: Sredstva v upravljanju REIT-ov po svetu dne 30.6.2007 v milijonih USD.



Vir: Ernst & Young, 2007, Global REIT Report, str. 64.

Slika 5: Povprečna višina sredstev v upravljanju REIT-ov po svetu, dne 30.6.2007 v milijonih USD.



Vir: Ernst & Young, 2007, Global REIT Report, str. 64.

2.1 ZDA

V ZDA mora REIT imeti vsaj 100 delničarjev, pri čemer pet ali manj največjih ne sme imeti več kot 50% lastniškega deleža. REIT ne sme biti finančna institucija ali zavarovalnica, hkrati pa mora biti obdavčljiv na ozemlju ZDA. Upravljati jo mora eden ali več zaupnikov ali direktorjev. Lastništvo v REIT-u mora biti oblikovano s prenosljivimi delnicami. REIT-i so plačniki davkov s posebnimi omejitvami:

- Vsaj 75% dobička pred obdavčitvijo mora izhajati iz virov povezanih z nepremičninami,
- Vsaj 95% dobička pred obdavčitvijo mora izhajati iz virov povezanih z nepremičninami in pasivnih virov, kot so dividende in obresti,
- Najemnine so izvzete iz dobička, ki ima posebno davčno obravnavo, če: a) temeljijo na dogovoru o delitvi čistega dobička najemnika; b) izvirajo od povezane osebe (10% ali večje lastništvo); c) je več kot 1% zneska zbranega od katere koli nepremičnine v obliki izvedenih nedopustnih storitev, ki jih REIT nudi najemniku,
- Vsaj 75% sredstev REIT-a mora biti v nepremičninah, denarju ali državnih vrednostnih papirjih,
- REIT ne sme imeti več kot 5% vseh sredstev v vrednostnih papirjih katerega koli izdajatelja (razen države in vrednostnih papirjev obdavčljivih podružnic REIT-ov (TRS – Taxable REIT Subsidiary)),

- Delež sredstev v vrednostnih papirjih obdavčljivih podružnic REIT-ov ne sme preseči 20%,
- REIT ne sme imeti število glasov večje kot 10% v vrednostnih papirjih katerega koli izdajatelja (razen države in vrednostnih papirjev obdavčljivih podružnic REIT-ov, brez sredstev, ki se uvrščajo pod 75% prag iz prve točke),
- Vse te predpise se preverja na četrtletni osnovi – dividende se pravtako izplačujejo vsako četrtletje.

REIT mora izplačati dobičke do konca obdavčljivega leta v višini vsaj 90% vsega obdavčljivega dobička tega leta. Ta izplačila gredo v olajšavo za davek od dobička. REIT mora plačati 4% davek na zadržana in neizplačana sredstva (kot neke vrste trošarino) ter davek od dobička na zadržane in neizplačane dobičke. Glede stopnje zadolženosti v ZDA za REIT-e ni omejitev. Upoštevati je treba tudi druge posebnosti, kot:

- Neameriški lastniki vrednostnih papirjev na dividende plačajo 30% odtegnjeni davek ZDA (*withholding tax*),
- Po Zakonu o obdavčitvi tujih investicij v nepremičnine (*Foreign Investment in Real Property Tax Act – FIRPTA*), na dividende iz naslova kapitalskih dobičkov iz prodaje nepremičnin, neameriški državljani plačajo 35% davek, razen če ima delničar manj kot 5% izdanih delnic posameznega REIT-a – v tem primeru plača 30% davek,
- REIT lahko zadrži kapitalske dobičke (trgovanje z nepremičninami, lastna gradnja in prodaja ipd.) in nanje plača davek.

2.2 VELIKA BRITANIJA

Velika Britanija je zakonodajo v zvezi z REIT-i uvedla 1. januarja 2007. Matična družba mora biti registrirana le v VB in ne sme imeti dvojne rezidence, razen v izjemnih primerih, ki podeljujejo rezidenčnost. Podružnice so zaradi davčnih razlogov lahko rezidenti v drugih državah, dividende od podružnic so obdavčene po običajni zakonodaji. REIT mora biti zaprta delniška družba, ki trguje na priznani borzi vrednostnih papirjev. Delnice družbe so lahko le običajne ali prednostne delnice z nespremenljivo dividendo brez glasovalnih pravic. Upravljanje sklada je lahko lastno ali zunanje. Sredstva in prihodki REIT-i morajo ustrezati slednjim pravilom:

- Vsaj 75% dobička pred obdavčitvijo mora izvirati iz investicij v nepremičnine, da lahko obdrži svoj status in davčne ugodnosti,
- Druge aktivnosti so lahko gradnja ali druge vrste trgovanj, ki so obdavčene pod pogoji, ki veljajo tudi za druge družbe,
- Vsaj 75% vseh sredstev mora biti v nepremičninah, ki so lahko rezidenčne ali tržne nepremičnine kjerkoli po svetu,

- Najemnine morajo izhajati od vsaj 3 nepremičnin, od katerih nobena ne predstavlja več kot 40% vseh nepremičnin v oddajanju.
- Sredstva v lastni rabi so izvzeta iz davčnih ugodnosti.
- Prodaja izvedenih novogradenj je obdavčljiva v roku treh let po dokončanju gradnje.

Vsaj 90% dobička, ki izhaja iz aktivnosti povezanih z nepremičninami (razen od prodaje nepremičnin), mora biti izplačanega pred dnom obračuna davka od dobička. Zadržani dobiček je obdavčen z 20% stopnjo, razen če so sredstva investirana v državne vrednostne papirje, pooblašene investicijske sklade, vzajemne sklade in določene pokojninske sklade. Dohodek lastnikov delnic REIT-ov iz naslova dividend se obdavčuje kot dohodek iz nepremičnin. Dohodek lastnikov delnic REIT-ov v obliki dividend, ki jih ima sklad iz drugih aktivnosti, se obdavčuje kot običajne dividende. REIT mora imeti ustrezno pokritost odhodkov iz naslova obresti, ki se izračuna kot neobdavčljivi prihodki iz naslova nepremičnin (najemnine) deljeno s stroški financiranja v obravnavanem obdobju, kazalnik pa mora biti enak ali večji kot 1,25. Neustreznost kriteriju povzroči obdavčitev presežnih stroškov financiranja. REIT ne sme biti del posojilnega razmerja iz katerega plačuje obresti, ki bi bile vezane na uspešnost REIT-a. REIT lahko izda konvertibilna posojila le v primeru, da je konverzija možna le v eno vrsto delnic, bodisi običajnih ali v prednostne delnice z nespremenljivo dividendo brez glasovalnih pravic. REIT-e obravnavajo tudi druge posebne določbe:

- Ob prenosu nepremičnin na neobdavčljive REIT-e se obračuna 2% pretvorbeni davek od poštene vrednosti nepremičnine, ki se ga lahko prizna za zmanjšanje davčne osnove,
- En sam institucionalni delničar ne more biti upravičen do 10% in več izplačil iz naslova dividend, sicer nastopi dodatna obdavčitev,
- REIT mora obračunati 20% davek na izplačane dividende tujim lastnikom. Rezidenti tistih držav, ki imajo sporazum o dvojni obdavčitvi lahko zahtevajo povračilo v skladu z dogovori med državama,
- Če REIT ne izpolnjuje pogojev, se mu lahko odvzamejo davčne ugodnosti in je tako obravnavan kot običajna družba.

2.3 NEMČIJA

Obdavčitev in druga pravila REIT-ov v Nemčiji so urejeni z Zakonom o REIT-ih (*REIT Gesetz*), ki velja od 1.1.2007. Zakon veleva, da mora vsaj 15% te delniške družbe prosto kotirati na borzi vrednostnih papirjev, pred uvrstitvijo na borzo pa mora biti vsaj 25% »razdeljenega kapitala«. Razdeljeni kapital pomeni tiste delničarje, ki imajo vsak manj kot 3% glasovalnih pravic. Noben delničar ne sme direktno posedovati 10 ali več odstotkov ali imeti enak odstotek glasovalnih pravic. Sem štejejo tudi delnice, ki jih ima posameznik ali

družba parkirane pri tretji osebi. Posredno lastništvo ni omejeno. Za REIT-e veljajo še dodatna pravila:

- Vsaj 75% REIT-ovih prihodkov mora izvirati iz najemnin, leasinga ali drugačnih oblik poslovanja z nepremičninami,
- REIT lahko poseduje le nepremičnine ali investicije v nepremičninskih partnerstvih ali tujih »*special purpose vehicles*« - podrejenih ali hčerinskih družbah, s posebno ureditvijo, ki narekuje dovoljeno obliko vlaganj in ki te družbe pušča nedotaknjene v primeru stečaja matične družbe,
- Vsaj 75% sredstev REIT-a (po odštetju dividend in rezerv) mora biti v obliki stalnih sredstev,
- REIT ne sme trgovati z nepremičninami, kar je opredeljeno kot prejemki od odprodaje nepremičnine v roku petih let, ki presegajo polovico povprečne vrednosti nepremičnin v portfelju v obravnavanem obdobju,
- Dejavnosti povezane s storitvami tretjim osebam v zvezi z nepremičninami morajo biti opravljene preko podružnice, ki je obdavčena brez ugodnosti.

REIT-i morajo razdeliti vsaj 90% dobičkov tekočega leta. Samo polovica prejemkov od odprodaje nepremičnin gre lahko v rezerve. Dolžniško financiranje REIT-ov ne sme preseči 55% tržne vrednosti nepremičnin v portfelju. REIT-i, ki zadovoljujemo opisanim zahtevam so izzeti iz običajne obdavčitve (obdavčitev podjetij, solidarnostni prispevek, trgovski davek) vseh prihodkov. REIT je zavezan odmeri 25% davka od kapitalskih dobičkov (z dodatnim 5,5% solidarnostnim prispevkom na odmerjeni davek). Neizpolnjevanje pogojev, ki veljajo za REIT-e, privede do finančnih sankcij in ne odvzema statusa REIT-a. REIT-u se odvzame status po treh letih kršenja istega pravila.

2.4 FRANCIJA

REIT-i so v Franciji poznani pod pojmom SIIC (*Societes d'Investissements Immobiliseres Cotees*), ki morajo kotirati na francoski borzi vrednostnih papirjev. Dovoljeno je primarno kotiranje na tuji in sekundarno na francoski borzi vrednostnih papirjev. REIT mora imeti najmanj 15 milijonov EUR kapitala v obliki delnic. Noben delničar, razen drug REIT, ne sme neposredno ali posredno posedovati 60 ali več odstotkov delnic. Ob prejetju statusa REIT, mora biti vsaj 15% lastniškega kapitala v rokah delničarjev z manj kot 2% lastništvom. Glavna dejavnost družbe mora biti pridobivanje ali izgradnja nepremičnin z namenom oddajanja ali lastništvo v delnicah podjetij z isto dejavnostjo. Veljajo tudi naslednje točke:

- Prihodki REIT-a morajo izvirati iz ustreznih naložb (nepremičnine),
- Naložbe za druge namene in dejavnosti (trgovanje z nepremičninami) ne smejo presegati 20% vseh sredstev REIT-a,
- Zakon na novo dovoljuje tudi leasing, kot ustrezno naložbo REIT-ov.

Vsaj 85% dobička iz najemnin mora biti izplačanih med delničarje do konca tekočega leta. Izjema so najemnine in leasing iz naslova investicij v hotele, kavarne in restavracije, od katerih mora biti izplačanih vsaj 50%. Vsaj 50% kapitalskih dobičkov mora biti izplačanih v roku dveh let. Vse dividende iz naslova hčerinskih REIT-ov morajo biti izplačane v tekočem letu. Na izplačila delničarjem velja 20% odmera davka od dohodka, razen za tiste delničarje, ki posedujejo 10 ali več odstotkov delnic ali glasovalnih pravic in so izvzeti iz obdavčitve ali so obdavčeni z manj kot 2/3 davka od dobička pravnih oseb. Glede stopnje zadolženosti zakon ne postavlja omejitev.

REIT je obdavčljiva pravna oseba, pri kateri za dobiček iz dovoljenih dejavnosti ne velja davek od dobička pravnih oseb. Za dividende izplačane nerezidentom velja 25% odmera davka od dohodka razen v primeru drugih dogovorov. Status REIT-a po pridobitvi velja za obdobje 10 let, brez pogojev. Po pridobitvi statusa, REIT na kapitalске dobičke zaradi prenosa dobička iz prevrednotenja nepremičnin dodanih v portfelj, plača 16,5% davek, ki se izplača v naslednjih štirih letih v enakih zneskih, namesto običajnega davka v višini 33,33%. Podjetja, ki nepremičnine prodajo REIT-u, plačajo 16,5% davek na kapitalski dobiček, namesto običajnega 33,33%.

2.5 NIZOZEMSKA

REIT-i na Nizozemskem se imenujejo *Fiscal Investment Institutions (Fiscale Beleggingsinstelling, FBI)*, in morajo biti registrirane kot družbe z omejeno odgovornostjo, delniške družbe, komanditne družbe ali pa družbe držav EU, držav podpisnic dogovora o ne-diskriminatornosti, Nizozemskih Antilov ali Arube. Dalje se REIT-i delijo na regulirane in neregulirane. Pri reguliranih velja, da ne smejo imeti delničarja, ki bi skupaj s povezanimi osebami imel 45 ali več odstotkov družbe, razen v primeru, da gre za REIT. Posamezna fizična oseba ne more biti lastnik 25 ali več odstotkov REIT-a. Za zagotovitev neodvisnosti vodstev in nadzornih organov velja pravilo, da te osebe posamezno ne smejo imeti v lasti 25 ali več odstotkov REIT-a. Za neregulirane REIT-e velja, da mora biti vsaj 75% lastništva v rokah fizičnih oseb, davkov izvzetih družb in/ali reguliranih REIT-ov. Posamezna fizična oseba ima lahko v lasti največ 5% družbe. Za vse REIT-e velja, da morajo prihodki izvirati iz odobrenih dejavnosti, gradnja nepremičnin za lastni portfelj pa mora potekati preko hčerinske družbe REIT-a, ki je obdavčljiva po običajni, 25,5% stopnji davka od dobička.

REIT mora izplačati dobičke v roku osmih mesecev po koncu davčnega leta. Med te dobičke sodijo dobički iz naslova dividend, obresti in prejetih najemnin. Nerealizirani dobički iz naslova vrednostnih papirjev in realizirani dobički iz vseh drugih vrst naložb se lahko pod določenimi pogoji zadržijo in uvrstijo v neobdavčljivo »rezervo za

reinvestiranje«. REIT-i imajo lahko 20% dolga glede na sredstva, ki niso vezana v nepremičninah in 60% dolga glede na sredstva, ki so vezana v nepremičninah.

Dobiček REIT-ov je obdavčen po 0% stopnji. Za dividende tujim delničarjem velja 15% odtegnjeni davek. Znižane stopnje so možne v primeru drugačnih dogovorov med državama. Skozi proces refundacije velja 0% obdavčitev na izplačila določenim institucijam EU, kot so pokojninski skladi. Tuja družba lahko zaprosi za status FBI-ja in zahteva 0% stopnjo davka od dobička. Nezadostitev kriterijem lahko privede do izgube statusa FBI-ja in retroaktiven efekt glede obdavčitve in drugih ugodnosti FBI-jev, ki velja od začetka leta, v katerem družbi ni uspelo zadostiti zahtevam.

2.6 JAPONSKA

REIT-i na Japonskem so znani kot *Japanese Real Estate Investment Trusts (J-REITs)*, ki so običajno oblikovani kot družbe, redkeje pa kot vzajemni skladi. Certifikati (lastništvo, delnice), ki se uvrstijo na borzo, morajo biti izdani v vrednosti vsaj 100 milijonov jenov (cca 800 tisoč EUR). Do konca leta mora delnice imeti vsaj 50 vlagateljev ali pa mora 100% lastništvo imeti kvalificiran institucionalni investitor. Upravljanje premoženja sklada mora biti outsourceno in zaupano upravitelju premoženja. Posamezni investitor lahko poseduje največ 50% točk premoženja vzajemnega sklada REIT-a. REIT ne sme imeti več kot 50% družbenišтва v drugih podjetjih.

Vsaj 90% dobička mora biti izplačanega v obliki dividend delničarjem, da lahko REIT zadosti pogojem za zmanjšanje obdavčljive osnove. Glede stopnje dolžniškega financiranja ni omejitev, edini pogoj je, da je vir sredstev kvalificiran institucionalni investitor. Od dividend izplačanih tujim osebam se zadrži 20% davek od dohodka, razen v primeru drugih dogovorov med državama. Običajno pa za tuje investitorje velja znižana davčna stopnja, do 31.3.2009 v višini 7%, od tega datuma dalje pa 15%, razen če je ta investitor fizična oseba, ki ima 5 ali več odstotkov točk vzajemnega sklada. Kapitalski dobiček od prodaje točk vzajemnega sklada je za tuje fizične osebe enak 15% in za tuje pravne osebe 30%. Če pa je tuja oseba lastnik manj kot 5% REIT-a, ki kotira na borzi ali pa manj kot 2% lastnik REIT-a, ki ne kotira na borzi, potem se davek ne odvede.

2.7 SINGAPUR

Obilka delovanja REIT-ov je običajno kot vzajemni sklad. Upravljaec premoženja sklada mora biti pravna oseba s fizično pisarno v Singapurju in približno 600 tisoč EUR sredstev vlagateljev v upravljanju. Upravljaec mora dobiti dovoljenje Monetarne Avtoritete Singapurja (*Monetary Authority of Singapore*). Poleg tega mora biti vsaj 25% izdanih točk premoženja na Singapurski borzi vrednostnih papirjev in biti v lasti vsaj 500 fizičnih oseb.

Prihodki REIT-a morajo izvirati iz priznanih dejavnosti, vsaj 75% nepremičnin pa mora dajati tekoči dohodek. Geografska lega nepremičnin ni pomembna. Vsaj 90% od dobička tekočega leta od naložbenih sredstev v Singapurju mora biti izplačanih. V določenih

okoliščinah to velja tudi za sredstva naložena v tujini. Neizplačani dobiček je obdavčen z 18% davkom od dobička. Zakon omejuje dolžniško financiranje na 35% nepremičnin v upravljanju. Ta odstotek lahko REIT preseže vse do 60%, če objavi bonitetno oceno priznane bonitetne družbe. Dividende oziroma tekoča izplačila tujim investitorjem so obdavčena po stopnji 18%. Do 17. februarja 2010 velja znižana stopnja obdavčitve za tuje investitorje v višini 10%. REIT-i ne smejo izvajati lastne gradnje, razen če nameravajo nepremičnine zadržati, poleg tega pa njihova vrednost ne sme presegati 10% vseh nepremičnin v upravljanju. Pri trgovanju z nepremičninami velja 3% davek na promet nepremičnin v Singapurju. Pri prenosu točk sklada ni provizij ali davkov.

2.8 PREGLED POMEMBNIH PREDPISOV PO DRŽAVAH IN KOMENTAR

Tabela 1: Pregled pomembnih predpisov po posameznih obravnavanih državah (2007).

Država	Obdavčitev	Lastniška in struktura sredstev	Obravnava virov prihodkov	Druge zahteve
ZDA	- vsaj 90% dobička je treba izplačati v obliki dividend in je neobdavčen, - na zadržani dobiček se plača 4% "trošarina" in običajni davek od dobička pravnih os., - tuji lastnik VP na dividende plača 30% odtegnjeni davek.	- Vsaj 100 delničarjev, - 5 ali manj največjih delničarjev ne sme imeti več kot 50% lastniškega deleža, - vsaj 75% sredstev v nepremičninah, denarju ali državnih VP, - max 5% sredstev v VP katerega koli izdajatelja (razen države in VP obdavčljivih podružnic REIT-ov), - max 20% delež vseh sredstev v VP obdavčljivih podružnic REIT-a.	- 75% dobička mora izhajati iz virov povezanih z nepremičninami, - 95% dobička mora izhajati iz virov iz prejšnje točke in pasivnih virov (dividende, obresti) - prihodki iz soudeležbe v prihodkih najemnika in od povezane osebe (10% lastništva) nimajo ugodnejše obdavčitve.	- Ne sme biti finančna institucija ali zavarovalnica, - vsem zahteve se preverjajo četrletno.
Velika Britanija	- vsaj 90% dobička je treba izplačati pred dnem obračuna davka od dobička, - zadržani dobiček je obdavčen 20%, razen če je naložen v državne VP, vzajemne sklade in določene pokojninske sklade, - za dividende se plača enak davek kot na dohodek iz nepremičnin, - REIT obračuna 20% odtegnjeni davek na dividende tujim lastnikom.	- vsaj 75% sredstev v domačih ali tujih tržnih nepremičninah, - najemnine izhajajo vsaj od 3 nepremič., nobena ne sme predstavljati več kot 40% vseh nepremič. v oddajanju, - En sam instituc. delničar ne more biti upravičen do 10% in več izplačil iz naslova dividend, sicer nastopi dodatna obdavčitev.	- 75% dobička mora izhajati iz virov povezanih z nepremičninami, da REIT lahko zadrži status in ugodnosti.	- zaprta d.d., ki kotira na priznani borzi VP, - sredstva v lastni rabi brez ugodnosti, - posebna obravnava odhodka iz financiranja, - ob prenosu nepremič. na neobdavčlj. REIT se obračuna 2% pretvorbeni davek od poštene vr. nepremič., ki se ga lahko prizna za zmanjšanje davčne osnove.
Nemčija	- vsaj 90% dobička je treba izplačati, - dobiček je neobdavčen, - kapitalski dobički obdavčeni po st. 25% + 5,5,% solidarnostni prispevek.	- noben delničar ne sme imeti 10% ali več delnic ali imeti toliko glasoval. pravic, - vsaj 75% sredstev (po odštetju dividend in rezerv) mora biti v obliki stalnih sredstev, - dolg ne sme preseči 55% tržne vr. nepremičnin v portfelju.	- 75% dobička mora izhajati iz virov povezanih z nepremičninami.	- vsaj 15% delnic kotira na borzi, - vsaj 25% pred IPO že razdeljenega (lastniki z manj kot 3% deležem).
Francija	- vsaj 85% dobička iz najemnin treba izplačati v obliki dividend, razen najemnine in leasing iz investicij v hotele, kavarne in	- najmanj 15 mio EUR kapitala v obliki delnic, - vsaj 15% kapitala v rokah delničarjev z manj kot 2% lastništvom,	- prihodki morajo izvirati iz ustreznih naložb (nepremičnine) - vse dividende od hčerinskih REIT-	- glavna dejavn. mora biti pridobivanje ali izgradnja nepremičnin z namenom oddajanja ali lastništvo v delnicah

	- restavracije (50% izplačilo), - vsaj 50% kapit. dobičkov mora izplačati v roku 2. let, - na izplačila delničarjem velja 20% odmera davka od dohodka, - dobiček iz dovoljenih dejavnosti ni obdavčen, - nerezidenti plačajo 25% odtegnjeni davek.	- naložbe za druge namene in dejavnosti (trgovanje z nepremič.) ne smejo presegati 20% sredstev.	ov treba izplačati v tekočem letu.	- podjetij z isto dejavnostjo, - pri oblikovanju REIT-a pri prenosu nepremičnin v portfelj se v 4 enakih letnih zneskih plača 16,5% davek od dobička (zaradi prevrednotenja vrednosti nepremičnine), - kapitalski donos od prodaje REIT-u je obdavčen s 16,5% namesto 33,33%.
Nizozemska	- dobiček REIT-ov ni obdavčen, - 0% obdavčitev na izplačila dividend določenim institucijam EU, kot so pokojninski skladi, - vse dobičke iz dividend, obresti in najemnin mora izplačati v 8 mesecih po koncu davčnega leta.	- posamezna pravna oseba s povezanimi osebami ne sme posedovati več kot 45% REIT-a, razen drugega REIT-a, - fizična oseba ne sme posedovati več kot 25% REIT-a.	- prihodki morajo izvirati iz odobrenih dejavnosti, gradnja nepremičnin za lastni portfelj pa mora potekati preko hčerinske družbe REIT-a, ki je obdavčljiva po običajni, 25,5% stopnji davka od dobička.	- nezadostitev kriterijem lahko privede do izgube statusa FBI-ja in retroaktiven efekt glede obdavčitve in drugih ugodnosti FBI-jev, ki velja od začetka leta, v katerem družbi ni uspelo zadostiti zahtevam.
Japonska	- vsaj 90% dobička je treba izplačati, - odtegnjeni davek tujim osebam je 20%, - kapitalski dobiček od prodaje delnic REIT-a je za tuje fizične osebe 15%, za tuje pravne osebe pa 30%, - če ima tuja fizična oseba manj kot 5% REIT-a, ki kotira ali manj kot 2% REIT-a, ki ne kotira, potem davka na kapitalski donos od prodaje delnic ni.	- vrednost delnic uvrščenih na borzi VP mora biti vsaj 800 tisoč EUR, - do konca leta izdaje delnic mora imeti delnice vsaj 50 vlagateljev ali pa mora biti v 100% lasti kvalificiranega institucionalnega vlagatelja, - posamezni investitor lahko poseduje največ 50% REIT-a, - REIT ne sme imeti več kot 50% lastništva v drugih podjetjih.		- upravljanje sklada mora biti outsourcano.
Singapur	- vsaj 90% dobička od sredstev naloženih v Singapurju je treba izplačati, v določenih okoliščinah tudi od sredstev v tujini, - neizplačani dobiček je obdavčen z 18%, - za tuje osebe velja 18% odtegnjeni davek.	- vsaj 600 tisoč EUR sredstev vlagateljev v upravljanju, - vsaj 25% enot premoženja na Singapurski borzi VP in vsaj 500 lastnikov fizičnih oseb, - dolg ne sme preseči 35% vrednosti nepremičnin v upravljanju, oziroma 60%, če REIT objavi bonitetno oceno priznane bonitetne družbe.	- prihodki morajo izvirati iz ustreznih dejavnosti, - vsaj 75% nepremičnin mora dajati tekoči dohodek, - geografska lega nepremičnin ni pomembna.	- običajna pravno-organizacijska oblika je vzajemni sklad.

Vse obravnavane države razen ZDA in Japonske sredstva vrednotijo v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP oz. *IFRS - International Financial Reporting Standards*).

Kot je razvidno iz pregleda zakonskih ureditev REIT-ov v obravnavanih državah, imajo države zelo podobno zakonodajo. V nobeni izmed držav dobiček iz dovoljenih dejavnosti (oddajanje nepremičnin) ni obdavčen, razlikujejo se le v stopnji davka od dobička na izvzete dejavnosti in davka na zadržani dobiček. Pri obdavčitvi izstopa ZDA, kjer se na zadržani dobiček poleg progresivne obdavčitve davka od dobička pravnih oseb plača še trošarina v višini 4% dobička. Na drugi strani pa je zadržani dobiček v Singapurju obdavčen le z 18%. Države se precej razlikujejo v zahtevah glede izplačila dividend, v Veliki Britaniji zakon predpisuje, da je dobiček v obliki dividend potrebno izplačati pred dnem obračuna davka od dobička, medtem ko imajo upravljalci REIT-a na Nizozemskem 8 mesecev časa. V vseh državah velja odtegnjeni davek, ki se giblje med 18% (Singapur) in 30% (ZDA). Vir prihodkov je v vseh obravnavanih državah reguliran, iz dovoljenih dejavnosti mora izvirati najmanj 75% prihodkov, ponekod veljajo tudi dodatne omejitve. Obravnava dovoljenih oziroma neobdavčenih virov prihodkov je različna, saj mora na primer REIT na Nizozemskem za investicijo v nov objekt ustanoviti hčerinsko družbo, ki je obdavčena povsem enako kot druga podjetja. V Veliki Britaniji, Nemčiji in Franciji so kapitalski dobički od trgovanja ali gradnje in prodaje nepremičnin pravtako dodatno obdavčeni, medtem ko v ZDA in Singapurju teh omejitev ni. Značilnosti lastniške strukture in strukture sredstev se pravtako zelo razlikujejo in so prilagojene posebnostim državnih kapitalskih trgov in drugim pomembnim dejavnikom. V Veliki Britaniji, Franciji in na Nizozemskem razen zahteve, da REIT-i kotirajo na borzi vrednostnih papirjev, najmanjše število delničarjev ni določeno, v ZDA je to vsaj 100 delničarjev, v Nemčiji mora biti 25% kapitala razdeljenega pred uvrstitvijo na borzo in v Singapurju najmanj 500 fizičnih oseb. Poleg tega je ponekod določen tudi delež, ki mora prosto kotirati na borzi VP in pa največji deleži večjih, institucionalnih ali drugih posebej obravnavanih lastnikov. V nobeni državi ni določen najmanjši osnovni kapital družbe, obstajajo le minimalni zahtevki glede deleža delnic, ki kotirajo na borzi in njihovi skupni vrednosti (na Japonskem mora na borzi kotirati vsaj za 800 tisoč EUR delnic). ZDA, Velika Britanija in Nemčija zahtevajo najmanj 75% sredstev v nepremičninah ali podobnih varnih naložbah (denar, državni VP, obveznice ipd.), medtem ko v ostalih državah naložbena politika ni regulirana, saj z ureditvijo zahtevanega deleža ustreznih virov prihodkov podjetja sama prilagodijo tudi strukturo sredstev.

Dovoljena stopnja zadolženosti je določena le v Singapurju, kjer dolg ne sme preseči 35% vrednosti nepremičnin v upravljanju, oziroma 60%, če REIT objavi bonitetno oceno priznane bonitetne družbe in v Nemčiji, kjer dolg ne sme preseči 55% tržne vrednosti nepremičnin v portfelju. Moramo pa se zavedati tudi ohlapnih standardov pri ocenjevanju tržne vrednosti nepremičnin v portfelju.

3 DONOSNOST REIT-OV IN DELNIŠKEGA TRGA V ZDA

Že skoraj pol stoletja so REIT-i kot oblika investicij in varčevanja na voljo v ZDA. V začetnih letih so bili dominantna oblika vlaganja hipotekarni REIT-i, ki se ukvarjajo s financiranjem gradnje tržnih nepremičnin s hipotekarnimi posojili in nakupi vrednostnih papirjev, ki temeljijo na hipotekah (hipotekarne obveznice). Kapitalski REIT-i so bili v začetnih letih razvoja panoge manj zanimivi, saj je bilo zakonsko prepovedano upravljanje lastnih nepremičnin s strani skladov, zaradi česar je bila dobičkonosnost manjša, hkrati pa je zaradi tovrstne ureditve mnogo vodstev skladov priložnost izkoristilo za mahinacije in s tem panogo prikazalo v slabi luči. Od spremembe zakona leta 1986 (*Tax Reform Act*), ki je omogočil upravljanje lastnih nepremičnin preko hčerinskih družb, pa je popularnost kapitalskih REIT-ov izredno narasla in danes predstavlja več kot 90% vseh REIT-ov v ZDA.

Poznavanje zgodovine obnašanja neke investicijske oblike skozi obdobje različnih nepremičninskih in gospodarskih okolij je za napovedi prihodnjih gibanj in določanje tveganj zelo pomembno. V tem poglavju bom povzel Block-ove (2006, str. 110-135) komentarje in pomembne dogodke, ki so vplivali na posamezna obravnavana obdobja, jih opremil s prikazi finančnih podatkov, primerjal z alternativnimi investicijskimi možnostmi in podrobneje komentiral.

3.1 1960. LETA

Uradno obliko REIT-ov je sprejel parlament ZDA leta 1960. REIT-i naj bi manjšim investitorjem omogočili zbiranje sredstev in vlaganje v nepremičnine, ki so bile doslej dosegljive le večjim in institucionalnim investitorjem. Po nekaj letih so se pojavili prvi skladi, ki pa so se od današnjih precej razlikovali, saj so naložbe upravljali zunanji svetovalci, nepremičnine pa so upravljala neodvisna podjetja. V 60. letih je bilo po velikosti in obliki delovanja le 10 pravih REIT-ov. Kot sem že prej omenil, so ta leta zaznamovale mnoge zlorabe vodstvenih položajev, ki so celotni panogi dajale slab glas. Velikosti sredstev v upravljanju so se gibale med 11 in 44 mio USD in skupne investicije teh skladov so le malce presegle 200 mio USD. Kljub majhni udeležbi vodstev v lastništvu skladov (manj kot 1%), so kapitalski REIT-i s skupnim 11,9% povprečnim letnim donosom v obravnavanem obdobju krepko presegli donos delniškega indeksa S&P 500, ki je v tem obdobju dosegel 6,7% povprečni letni donos.

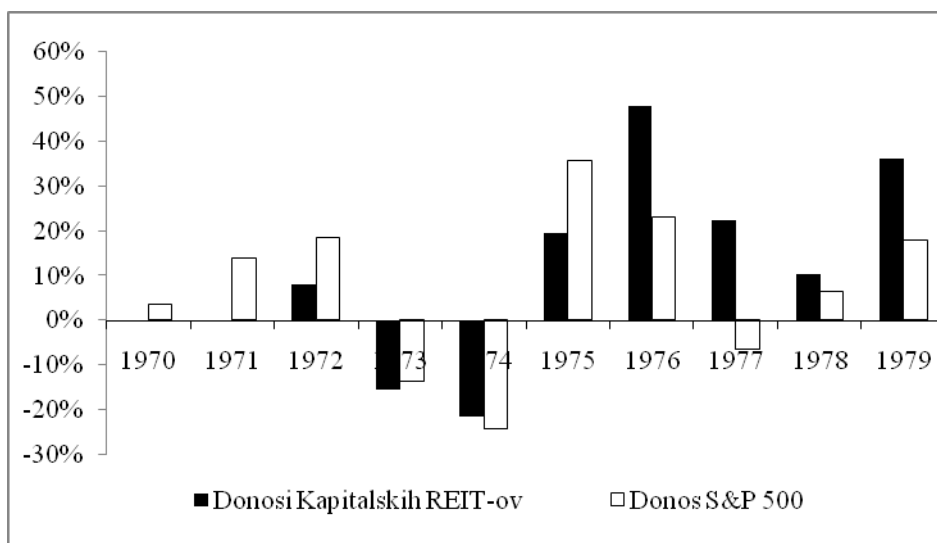
3.2 1970. LETA

70. leta so bila za celotno gospodarstvo ZDA zelo burna, predvsem zaradi inflacije, ki jo je povzročila izjemna rast cen nafte OPEC-a. Poleg tega je večina bank želela svoj delež v REIT industriji, zaradi česar je samo v letih 1968 do 1970 nastalo 58 novih hipotekarnih REIT-ov. Njihov problem je bila zelo majhna kapitalska ustreznost, saj je bila večina sredstev dolžniških, investirali so pa pretežno v gradnjo poslovnih stavb. Posledica je bila

izjemna rast sredstev teh skladov, ki se je od leta 1968 iz 1 mrd USD povzpela na 20 mrd USD sredi 70. let, od katerih pa je – zaradi že omenjenga slabega gospodarskega stanja – bilo kar 73% slabih terjatev.

V nasprotju s hipotekarnimi, pa so kapitalski REIT-i v tem obdobju dosegali dobre, 11,08% povprečne letne donose in le dve leti negativnih donosov. Donose REIT-ov sem primerjal z delniškimi donosi (glej Slika 6: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 70. letih.), za njihov indikator pa sem uporabil indeks S&P 500, ki zajema najbolj reprezentativna podjetja na ameriški borzi. Podatkov o donosih REIT-ov za leti 1970 in 1971 ni na voljo in zato niso vključeni. S&P 500 zajema približno 75% delniškega trga v ZDA, kot utež uporablja tržno kapitalizacijo, ki mora biti vsaj 3 mrd USD (McGraw-Hill Companies, 2009). Njegova zgodovina sega v leto 1923, tržna kapitalizacija zajetih podjetij v indeksu pa presega 1.500 mrd USD (McGraw-Hill Companies, 2009), kar priča o primernosti uporabe tega indikatorja. Lahko bi uporabil tudi indekse Dow Jones in Nasdaq, ki pa sta preveč specifična, saj prvi zajema industrijska podjetja, drugi pa visokotehnološka podjetja na ameriških borzah in se mi zato nista zdela relevantna pokazatelja.

Slika 6: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 70. letih.



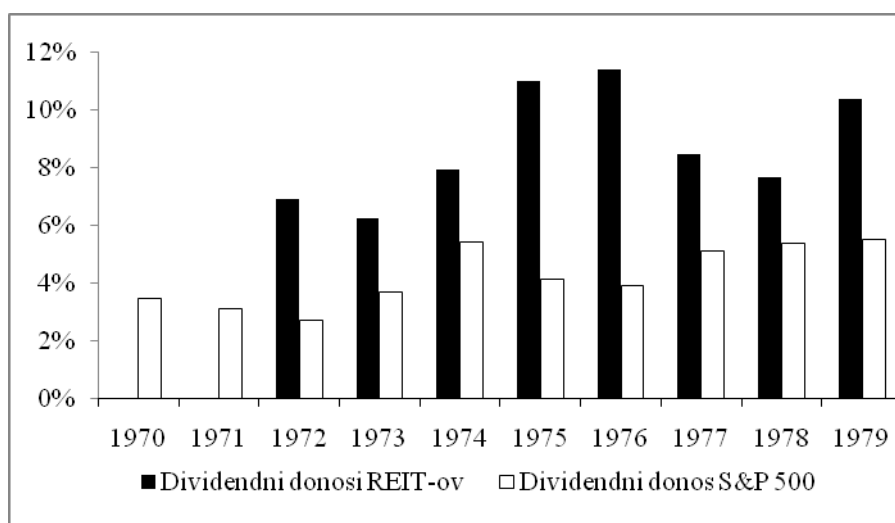
Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

Kot je razvidno iz zgornje slike, so imeli delniški trgi večji donos oz. manjšo izgubo le v treh opazovanih letih, v ostalih letih pa so se kot boljša naložba izkazali REIT-i. S povprečnim, 11,08% letnim donosom so v opazovanem obdobju investitorjem omogočili več kot 2-krat večji donos kot delniški trgi, katerih povprečni letni donos v opazovanem obdobju je bil 5,99%.

Posebnost REIT-ov v ZDA je tudi v tem, da morajo vsaj 90% dobička izplačati četrtnih dividendah, zato je smiselno primerjati tudi dividendne donose iz naslova investicij v

REIT-e in v delnice. Kot je razvidno iz Slika 7: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 70. letih., so REIT-i v celotnem opazovanem obdobju dosegali boljše dividendne donose svojim investorjem. Povprečni letni dividendni donos REIT-ov je znašal 8,7%, kar je več kot skupni povprečni letni donos delniškega trga v ZDA v opazovanem obdobju. Visoke in večkratne dividende investorjem nudijo visoke tekoče donose, dodatno likvidnost in tudi večjo varnost, česar kapitalski donosi, ki jih investitorji pričakujejo od vlaganja v delniške trge, ne nudijo. Hkrati ima investitor v REIT-e možnost, da se sam odloči ali bo tekoče dobičke (ki so izplačani v obliki dividend) reinvestiral ali zadržal.

Slika 7: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 70. letih.



Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

70. leta so bila za lastnike delnic REIT-ov donosnejša, saj se je vrednost njihovih naložb v tem obdobju povečala za 185,9%, predvsem na račun dividend, ki so pripevale kar 78,8%. Lastniki delnic so v tem obdobju dosegli 78,9% donos, od katerega so 70,9% pravtako prispevale dividende.

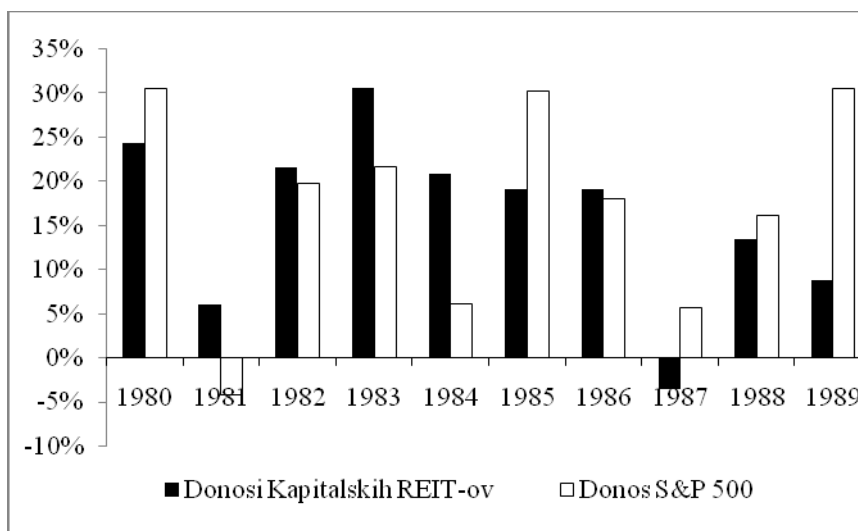
3.3 1980. LETA

Zaradi izjemne stopnje inflacije v 70. letih so narasli tudi stroški gradnje, ki pa jih za doseganje zadovoljive stopnje donosa investitor lahko pokrije le z višanjem najemnin za oddane površine. Ker je zasedenost najemnih nepremičnin rasla, je bilo to tudi mogoče, vendar je gradnjo dodatno podražila tudi visoka obrestna mera, ki je v začetku 80. let znašala kar 12,5 – 14,8%. Zaradi visokih obrestnih mer se je zadolževanje REIT-ov podražilo in zaradi tega se je rast tekočih dobičkov upočasnila. Hkrati se je gradbena dejavnost zmanjšala, posledično pa je manjša ponudba novih nepremičnin omogočila dodatno zviševanje najemnin, ki se je odrazila v višjih tekočih dobičkih in dividendah v prvi polovici 80. let (Slika 9: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 80. letih). Višina dividend je bila zaradi omenjenih dejavnikov leta 1980 kar 22,4%, kljub temu, da je

narasla tudi vrednost delnic in torej tako visokega dividendnega donosa ne moremo pripisati manjši kapitalizaciji REIT-ov na borzi – razlog zaradi katerega bi bil tako visok donos povsem normalen. Poudariti je treba tudi dejstvo, da je bila leta 1980 tudi rekordna, kar 13,6% inflacija, ki pa se je hitro zmanjšala in v 80. letih na povprečni letni ravni znašala 5,5%.

Obe vrsti naložb sta se v 80. letih izkazali kot dobri in to z le majhno prednostjo v prid delniškim trgom, katerih povprečna letna skupna donosnost je znašala 16,9%, medtem ko so REIT-i dosegli skupni 15,6% donos. Tudi po posameznih letih sta bili naložbi izenačeni, saj so imeli REIT-i v opazovanih letih boljši donos 5-krat, preostalih 5-krat pa delnice. Dodatni interes za investiranje v REIT-e in za njihovo ustanavljanje, je povzročilo sprejetje Zakona za gospodarsko obnovo (Economic Recovery Act) leta 1981, ki je lastnikom nepremičnin nudil davčne ugodnosti v obliki zmanjševanja čistega dobička z amortizacijo nepremičnin. Block (2006, str. 115) v tem poglavju opiše dogajanje v 80. letih podobno, kot je bilo z nepremičninskim trgom v zadnjih letih tudi v Sloveniji: »...cene nepremičnin so bile precej nad nadomestitvenimi stroški in gradbeniki so šli v akcijo – brez ozira na zakone ponudbe in povpraševanja – in so začeli mnogo novih gradenj. Skoraj vsak gradbenik, ki je kdaj kaj gradil (in mnogi, ki še niso), je obiskal svojega prijaznega bankirja, predstavil projekte in kalkulacije ter vzkliknil: »Čas za gradbeno posojilo«, ter odkorakal z 90-odstotnim financiranjem.« Tako kot pri nas, so se tudi tedaj trgi nepremičnin odzvali s precejšnjim upadom cen. Stanje je dodatno poslabšal nov Zakon davčnih reform (*Tax Reform Act*) leta 1986, ki je prej uveden davčni ščit odstranil, njegove posledice pa so bile očitne že naslednje leto, ko so imeli REIT-i skupni negativni letni donos.

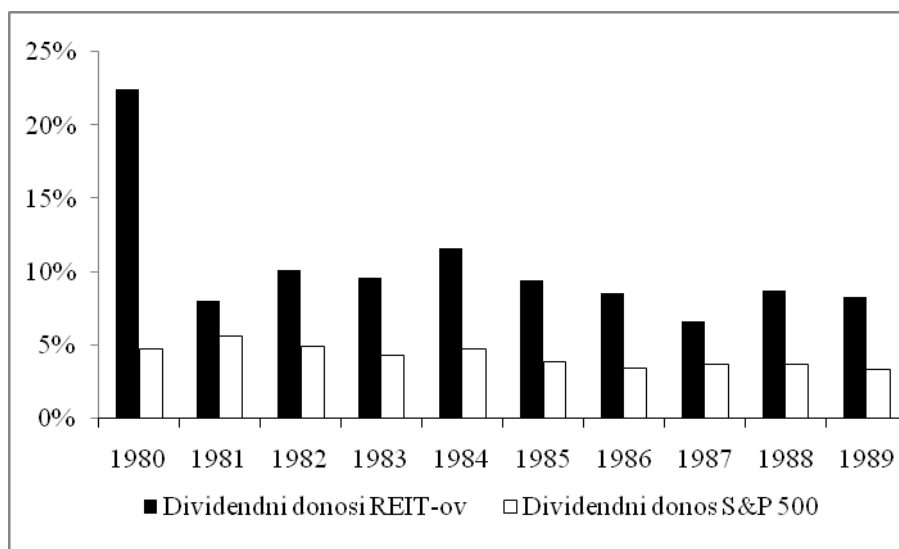
Slika 8: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 80. letih.



Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

Kot v 70. letih, so imeli tudi v 80. letih REIT-i vsa leta boljšo dividendno donosnost. V povprečju je ta na letni ravni znašala 10,3% in če bi dividendni dohodek investitorji reinvestirali, bi se jim vrednost naložbe podvojila že v začetku 7. leta. Če pri tem upoštevamo še kapitalski donos iz naslova rasti vrednosti delnic REIT-ov, se je investitorjem v REIT-e od leta 1980 vrednost naložbe podvojila že v četrtem letu investicije (torej v letu 1983).

Slika 9: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 80. letih.



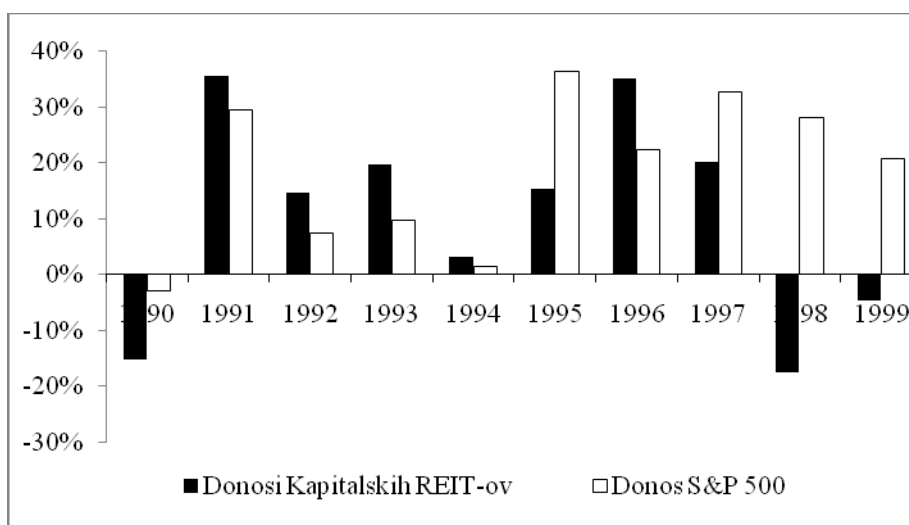
Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

V 80. letih je bila skupna donosnost investitorjev v REIT-e 327,3%, medtem ko je bila donosnost naložb v delnice 375,5%. Pri REIT-ih je kar 79% celotnega donosa prispevala dividendna donosnost, medtem ko je pri delnicah večino donosa (kar 75%) ustvarila rast vrednosti delnic. Podatek kaže, da imajo donosi REIT-ov večjo odvisnost od realnega poslovanja podjetja, ki se odraža v dobičku in posledično v izplačanih dividendah, medtem ko je donosnost delniških naložb odvisna predvsem od vrednosti na borzi, na katero ima vpliv mnogo faktorjev, ki pa niso nujno povezani z realno uspešnostjo in potencialom podjetij.

3.4 1990. LETA

Po pregretem nepremičninskem trgu v 80. letih so se 90. Za REIT-e začela negativno. Leto 1990 je bilo po letu 1974 šele drugo negativno leto s skupnim negativnim letnim donosom – 15,4%, medtem ko je bil leta 1987 negativni letni donos le – 3,6%. Razlogov za takšno stanje je več: poslovne stavbe in stanovanjska naselja so utrpela padec zaradi presežne gradnje, ki je povzročila rast neoddanih prostorov in upad najemnin, trgovske stavbe so utrpeli zaradi prihoda konkurentov, kot je Wall-Mart in drugih diskontnih prodajaln. Zmanjšanje dividend v težkih časih je imelo tudi negativne posledice na vrednosti delnic REIT-ov.

Slika 10: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 90. letih.



Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

Zaradi izjemnega padca vrednosti delnic REIT-ov leta 1990 (ki je bil v povprečju – 26,5%), so bile le-te dobra naložbena priložnost, ki so jo investitorji v naslednjih letih z navdušenjem izkoristili. Zakaj so bili donosi med leti 1991 in 1993 tako visoki (v povprečju na letni ravni kar 23,3%), se da pojasniti. Prvi razlog je neutemeljen padec vrednosti delnic leta 1990, ki je bil predvsem posledica panike na trgu, zato so se v naslednjih letih cene vrnile na realno raven. Drugi, morda bolj pomemben razlog je v tem, da so imeli REIT-i izjemne priložnosti pri nakupu nepremičnin, katerih cene so bile zaradi presežne gradnje v koncu 80. in začetku 90. let izredno nizke. Tedaj so REIT-i že bili sposobni zbrati dodaten kapital za nakupe nepremičnin na dražbah od bank, zavarovalnic, od *Resolution Trust Corporation*-a, ki ga je kongres ustanovil z namenom odprodaje nepremičnin in hipotekarnih kreditov v lasti posojilodajalcev, ki so bili na robu stečaja in od drugih ustanov, ki so do njih prišle z zaplembo zaradi neplačevanja strank.

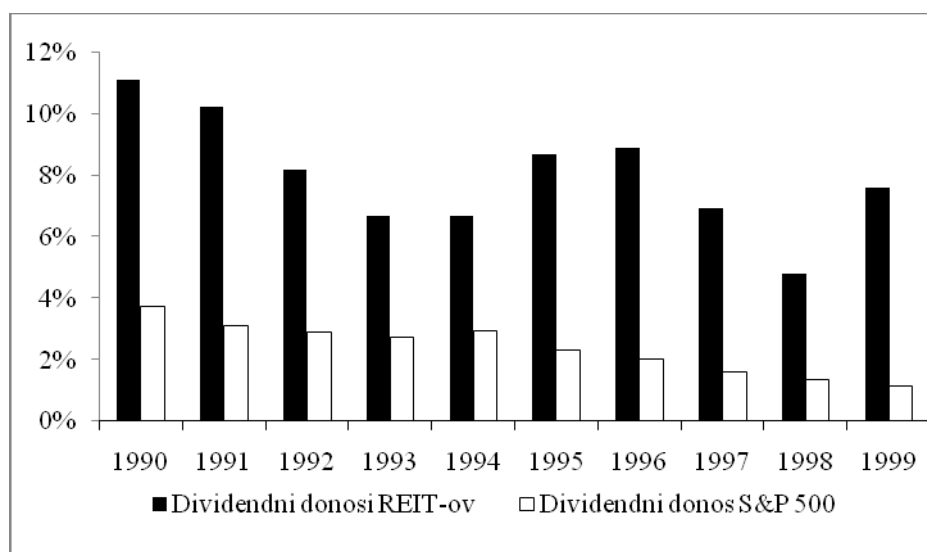
Izjemna rast v začetku 90. let je zopet pritegnila pozornost velikih investorjev, saj je bil donos zakladnih menic konec leta 1993 le še 3,1%, REIT-i pa so bili izredno dobra alternativa. Konec istega leta se je zato začel velik val novih REIT-ov: kar 100 REIT-ov je ponudilo delnice v vrednosti 13,2 mrd USD, od tega 50 novo-ustanovljenih REIT-ov, ki so zbrali 9,3 mrd USD in 50 obstoječih REIT-ov, ki so zbrali 3,9 mrd USD novega kapitala za namene investiranja. Leta 1994 je bilo zbranih dodatnih 11,1 leta 1995 pa 8,2 mrd USD. Naj poudarim, da je bila do tedaj skupna tržna kapitalizacija vseh REIT-ov, s katerimi se je trgovalo na borzi le 5,6 mrd USD. Sledili sta dve leti manjših donosov, saj so zaradi visokih rasti števila REIT-ov in dokapitalizacij obstoječih, cene njihovih delnic praktično stagnirale. Naslednji dve leti sta bili zopet izjemni. Možni razlogi za to so v tem, da so investitorji ocenili, da je nastopil trend nižanja *cap rate*-ov (*Cap rate* je kazalnik, ki

prikazuje razmerje med pričakovanimi donosi od nakupa nepremičnine, zmanjšanimi za obratovalne stroške in stroške popravil in tržno vrednostjo nepremičnine. Čim je ta kazalnik manjši, tem večja je vrednost nepremičnine in obratno. Večji kazalnik je lahko posledica višjega tveganja, ki ga moramo sprejeti zaradi višjih pričakovanih donosov (Advantage Software LLC, 2009)), kar pomeni, da bo narasla vrednost nepremičnin v lasti REIT-ov in posledično cena delnic, hkrati pa so morda pričakovali hitrejšo rast FFO (*Funds from Operations* – čisti dobiček brez dobičkov ali izgub iz prestrukturiranja dolgov in prodaje nepremičnin, plus amortizacija nepremičnin (Imperiale, 2006, str. 274)), ki velja kot eden izmed boljših kazalcev uspešnosti poslovanja REIT-ov, namenjen primerjavi uspešnosti podjetij med seboj. Najverjetneje pa je precejšen del rasti tudi posledica nerealnih pričakovanj investorjev in čredni nagon, zaradi katerega so bile delnice REIT-ov tedaj izredno popularna naložba.

Kot je razvidno iz Slika 10: Donosi REIT-ov in delniškega trga v 90. letih., so se 90. leta za REIT-e končala negativno. Pravzaprav je bil padec leta 1998 (– 17,5%) največji vse od leta 1974. Tudi leto 1999 je bilo negativno, kar je bilo po izjemni rasti v preteklih dveh letih tudi pričakovano. Mnogi investorji so namreč po visokih donosih izstopili, zaradi posledičnega upada cen delnic pa so se za izstop odločili še mnogi drugi investorji, kar je na cene delnic dalo dodaten negativen pritisk. Še en pomemben razlog za upad cen delnic je v tem, da je bilo v teh letih zbranih dodatnih 54,2 mrd USD kapitala, predvsem s strani obstoječih REIT-ov. Ta znesek je predstavljal 69% dotedanje tržne kapitalizacije, kar pa zaradi upada zanimanja investorjev (v teh dveh letih so bile izjemno popularne delnice indeksa NASDAQ, ki je tedaj narasel za izjemnih 150%) ni bilo vzdržno in se je odrazilo v padcu cen delnic REIT-ov.

Managerji so v teh letih storili veliko napako, ki je imela dodaten vpliv na padec delnic REIT-ov. V dobrih časih so namreč zaradi hitrih potreb po svežem kapitalu izdajali *forward equity contract*-e, s katerimi so se obvezali za takoj pridobljena sredstva delnice dostaviti v prihodnosti. Zaradi dobrega stanja in visokih donosov so pričakovali, da bodo vrednosti delnic REIT-ov narasle in da bo zato potrebno izdati manjše število delnic za pridobljena sredstva. Izkazalo se je obratno in zato so morali dostaviti mnogo večje število delnic, kot so načrtovali.

Slika 11: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga v 90. letih.



Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

V 90. letih primerjava skupnih donosov delnic S&P 500 in delnic REIT-ov jasno kaže v prid delnicam S&P 500, katerih povprečni 17,8% letni donos je skoraj enkrat večji od povprečnega letnega donosa REIT-ov v višini 9,1%.

Pogled na dividendno donosnost REIT-ov v 90. letih pa da povsem drugačen vtis (glej Slika 11). REIT-i so imeli v obravnavanem obdobju povprečno letno dividendno donosnost v višini 8,0%, medtem ko delnice le 2,4%. Lastniki delnic so v 90. letih imeli znatno boljše donose, njihove naložbe so namreč narasle za kar 413,3%, medtem ko so imeli lastniki REIT-ov le 139,7% donos v opazovanem obdobju. Pri slednjih so zopet večino donosa ustvarile dividende, tokrat kar 87,3%, delnicam je pa večino donosa dala rast cene na borzi, kar 86,7%.

3.5 21. STOLETJE (2000-2007)

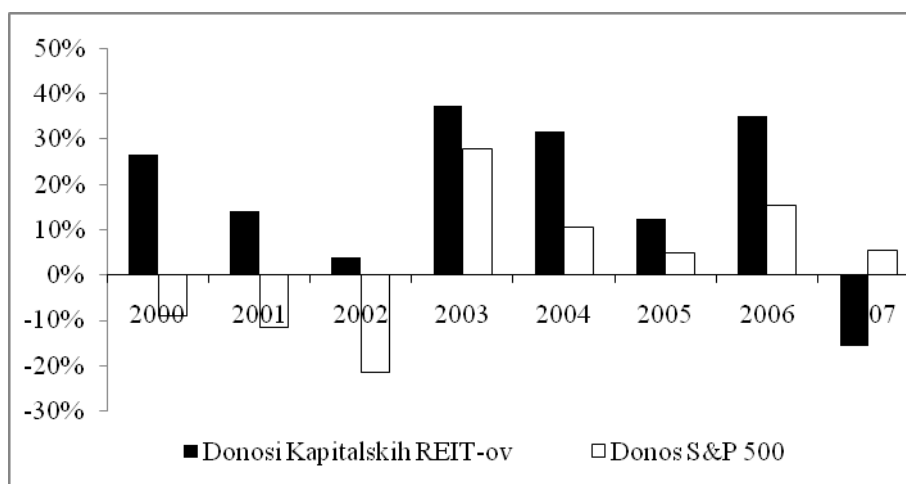
V novem tisočletju so se kljub slabim napovedim nekaterih, cene REIT-ov začele vzpenjati, kljub temu, da so cene nepremičnin padale vse do leta 2004. Najslabše so jo odnesli lastniki stanovanj in pisarniških prostorov. Lastniki stanovanj zaradi recesije leta 2001, šibke rasti zaposlenosti ter zaradi nizkih obrestnih mer, ki so omogočale lažji nakup in cenejše financiranje nakupa enodružinskih hiš, torej posledično manjše zanimanje za najem stanovanj. Lastniki pisarniških prostorov pa zaradi znatno manjšega zaposlovanja, manjšega trošenja in nenazadnje manjše potrebe po prostorih podjetij zaradi izjemne rasti in povečanja prostorov, do katere je prišlo že konec 90. let in ki je privedla do tega, da podjetja niso obnavljala najemniških pogodb. Za obnovitev pogodb so morali lastniki dodatno zmanjševati najemnine, izboljšati prostore in z drugimi ugodnostmi zadržati najemnike. Vsi ti dejavniki so privedli do precejšnjega zmanjšanja najemnin in zasedenosti

stanovanj in pisarniških prostorov, ki je od leta 2000 do 2004 narasla iz 3% na 6,8%. kar je povzročilo upad FFO-jev

Kljub temu pa so delnice REIT-ov v tem obdobju izjemno rastle. V čem je razlog za tak obraten trend? Prvi je zagotovo ta, da ko so se marca leta 2000, cene delnic REIT-ov začele vzpenjati, je bil indeks NASDAQ na vrhuncu. Začel se je trend vlaganja v naložbe s tekočim donosom, saj so se v preteklih letih mnogi opekli z vlaganjem v visokotehnološka podjetja, »dot-com-e« in telekomunikacijska podjetja ali pa so investitorji preprosto želeli velik tekoči donos od investicij. Kakorkoli, REIT-i so zaradi tega precej pridobili. Takšne preference niso bile neracionalne, saj se je mnogo baby boomer-jev (kohorta, rojena po koncu druge svetovne vojne, zaznamovana z atentatom na Kennedyja in Martina Luthra Kinga ter vietnamsko vojno, ki so bili leta 2000 stari 46-54 let (Kotler, 2004, str. 291)) približevalo upokojitvi in zato želelo veliko tekočega dohodka, ki ga pa REIT-i v obliki dividend vsekakor nudijo. Podoben problem je pretil tudi pokojninske sklade, ki so morali izplačevati čedalje več mesečnih penzij in so zato pravtako potrebovali tekoče donose. Pomemben razlog je bil tudi ta, da so imele cene REIT-ov majhno korelacijo z drugimi vrstami naložb in so zato bile primerne za vključitev v portfelje zaradi diverzifikacije tveganja. Še en razlog je v tem, da so bile cene delnic REIT-ov konec devetdesetih let na borzi precej podcenjene, zato se je z njimi trgovalo z diskontom tudi do 25% glede na realno vrednost, zato je rast cen REIT-ov na borzi le odraz vrnitve tečajev na realne osnove. Block izpostavlja tudi izredno učinkovitost managerjev REIT-ov v tem času, ki so s svojo disciplino, preudarnim ravnanjem s kapitalom podjetij in s čedalje večjim razkrivanjem podatkov doprinesli k večji kredibilnosti delnic REIT-ov. Vse to je privedlo do povečanja cen nepremičnin na trgu in posledično rast knjigovodskih vrednosti REIT-ov, katerih aktiva je bila sestavljena predvsem iz nepremičnin.

Novo tisočletje so REIT-i začeli zelo donosno, v letu 2000 je bila skupna donosnost kar 26,4%, vlagatelji pa so imeli pozitiven donos tudi leta 2001 po terorističnem napadu na WTC in leta 2002, ko so se posledice tega napada poznale na vseh trgih in borzah. Leta 2003 je bil donos kar 37,1% in vse do leta 2007 so bili REIT-i v primerjavi z delnicami donosnejša naložba. Negativni donos v višini -15,7% leta 2007, ki je bil najverjetneje posledica krize, ki je nastala zaradi hipotekarnih posojil (*sub-prime lending*), dražitve posojil in padca vrednosti nepremičnin, zaradi česar so se cene delnic REIT-om močno pocenile – kar za 19,1% . Mnoge je presenetilo dejstvo, da so se pravzaprav ti skladi še dobro odrezali, saj so se mnogo slabše odrezali REIT-i drugih držav, kot na primer avstralski, ki so imeli od 30. junija 2007 do 30. junija 2008 -48,7% negativen donos, medtem ko so ameriški imeli v istem obdobju -21,9% donos. V povprečju pa so bili REIT-i v obdobju od leta 2000 do leta 2007 zelo dobra investicija, ki je v povprečju vsako leto nudila kar 16,7% donos in torej lastnikom v tem obdobju investicije povečala za 244,5%. Delnice so se v istem obdobju odrezale precej slabše, saj je edini donos izviral iz dividend, v povprečju na letni ravni torej 1,64% letno.

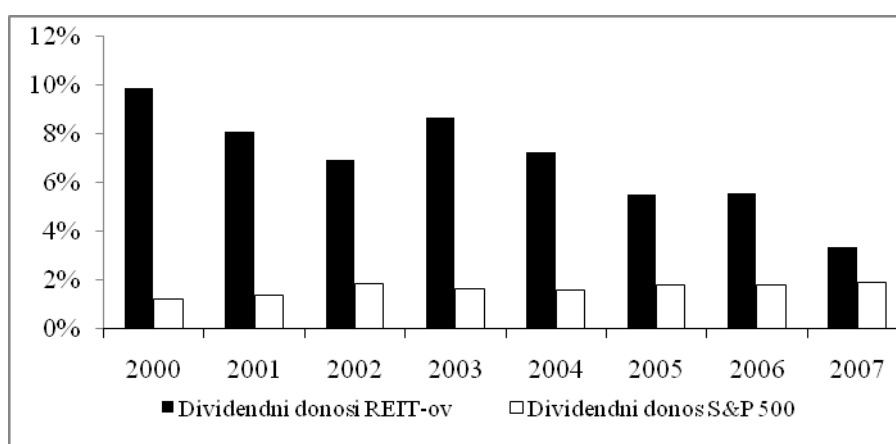
Slika 12: Donosi REIT-ov in delniškega trga v od leta 2000 do leta 2007..



Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

V opazovanem obdobju je dividendni donos REIT-ov predstavljal le 41% celotnega donosa, kar je v nasprotju z dosedanjimi izkušnjami, ko je le-ta predstavljal v povprečju okrog 80% celotnega donosa. Zanimivo je tudi, da so se dividendni donosi v opazovanem obdobju zmanjšali iz slabih 10% letno, na le 3,4% letno. Dividendni donosi ostalih delnic na trgu so bili skoraj popolnoma konstantni, vselej pa precej manjši od dividendnih donosov REIT-ov. V povprečju so lastniki delnic v opazovanem obdobju dosegli 1,64% dividendne donose.

Slika 13: Dividendni donosi REIT-ov in delniškega trga od leta 2000 do leta 2007.



Viri: NAREIT, Industry Data, 2008; Yahoo, Investing, 2009; New York University Stern, S&P Earnings: 1960-Current, 2009.

4 DONOSI REIT-OV V ODVISNOSTI OD OBRESTNIH MER, INFLACIJE IN TRŽNIH DONOSOV

4.1 OBRESTNE MERE V TEORIJI OCENJEVANJA VREDNOSTI SREDSTEV

Sharpe (1964) in Lintner (1965) razvijeta CAPM, ki pravi, da je dodatni donos VP nad tistim od netveganih VP, odvisen od njegovega sistematičnega tveganja. Nadaljevanje njune enofaktorske teorije naredi Stone (1974), ki z dvofaktorsko enačbo gleda odvisnost donosa vrednostnega papirja od dveh faktorjev, torej poleg donosov vrednostnih papirjev na borzi (tržni donos) tudi od netvegane obrestne mere na trgu (*fed funds*, mesečni podatki). Vključitev obrestne mere torej nakazuje, da na nekatere VP obrestna mera vpliva tudi neposredno in ne le posredno, skozi vpliv na skupne tržne donose. Zato je za ta podjetja smiselno pogledati vpliv posameznega od teh dveh faktorjev. Potrebo po dvofaktorskem modelu podpirajo študije, ki prikazujejo obratno sorazmerno povezavo med inflacijskimi pričakovanji in tržnimi donosi. Če torej sprememba netvegane obrestne mere pomeni spremembo inflacijskih pričakovanj, omenjeni avtorji menijo, da bi teoretično morala biti obratno sorazmerno povezana s tržnimi donosi.

Flannery in James (1984) trdita, da bi morala podjetja, ki imajo finančne naložbe, biti bolj občutljiva na spremembe obrestnih mer, predvsem če dospelost sredstev in obveznosti ni usklajena. Kratkoročna obrestna mera je zunanji faktor v tem modelu, saj prikazuje strošek sredstev za nekatere finančne institucije, ki so odvisne od depozitov ali drugih instrumentov denarnega trga, s katerimi financirajo svoja sredstva. Dolgoročna obrestna mera je alternativni, prav tako zunanji dejavnik, ki vsebuje tudi pričakovanja obrestne mere v prihodnosti in s tem tudi do neke stopnje pričakovano inflacijo. Če upoštevamo, da se obveznosti in sredstva finančnih institucij ocenjujejo na podlagi dolgoročnih obrestnih mer ali na podlagi pričakovane inflacije, sprememba le teh povzroči spremembo vrednosti finančne institucije.

Kapitalski in hipotekarni REIT-i imajo svoje posebnosti, kljub temu pa sprememba obrestne mere nanje ima vpliv, in to zaradi slednjih razlogov:

- a. Ker investicije v nepremičnine v veliki meri temeljijo na posojilih, je splošna vrednost nepremičnine zelo odvisna od stroška financiranja, ki vpliva na zmožnost nakupa in s tem na povpraševanje. Zato povečana obrestna mera vpliva na manjše skupno povpraševanje po nepremičninah in tudi na nižje vrednosti nepremičnin.
- b. Povečanje tržnih obrestnih mer lahko povzroči višje stroške dolžniškega financiranja.
- c. Ker investitorji v nepremičnine zahtevano donosnost računajo kot netvegano donosnost plus premija za tveganje, povečanje obrestnih mer dvigne zahtevano donosnost, kar zmanjša ocene vrednosti projektov (investicij, nepremičnin, idr.).

d. Časi zviševanja obrestnih mer dvigujejo stroške sklada.

Vsekakor je zveza med obrestno mero in REIT-om vprašljiva zaradi sil, ki vplivajo na obrestno mero. Vzrok je v tem, da so obrestne mere nizke v času šibkega gospodarstva in nizkih inflacijskih pričakovanjih, medtem ko je zvišanje obrestnih mer odraz močnejše gospodarske rasti, višjih inflacijskih pričakovanj in pritisk na dvig cen nepremičnin. Ti vzroki lahko izničijo hipotetično inverzno zvezo med gibanjem obrestne mere in ceno nepremičnin.

Hipotekarni REIT-i ustvarjajo denarni tok, ki je pozitivno koreliran s tržno obrestno mero, ko obveznosti temeljijo na spremenljivi obrestni meri. Če pa hipotekarna obrestna mera zaostaja za tržno, je sedanja vrednost denarnih tokov manjša zaradi večje diskontne stopnje, ki je posledica višje tržne obrestne mere. Zato lahko rečemo, da se hipoteke z variabilno obrestno mero obnašajo kot portfelj investicij v denar in so s tem izpostavljene zvišanju obrestne mere.

4.2 TVEGANJA IN DONOSI REIT-OV

Glascok et al (2000) raziskujejo dolgoročne povezave med donosi REITov, obveznic in delnic. Ugotavljajo velike spremembe REITov po letu 1990. Donosi REITov nasploh, še posebno hipotekarnih, so zelo podobni donosom obvezniških trgov do leta 1996. Tudi povezava donosov REITov in delnic je bila od leta 1992 močnejša.

Liang et al. (1995) proučujejo variabilnost tveganja REIT-ov v dvofaktorskem modelu ter ugotavljajo, da je beta za kapitalske REIT-e stabilna skozi čas, medtem ko je beta hipotekarnih REIT-ov precej upadla v proučevanem obdobju od leta 1973 do 1989. Ugotavljajo tudi, da so obrestne mere nepomembne za kapitalske REIT-e, da pa so bili hipotekarni REIT-i posebej občutljivi na obrestne mere v obdobju od 1976 do 1980. Mueller in Pauley (1995) pravtako ugotavljata, da so kapitalski REIT-i manj občutljivi na gibanje obrestnih mer, kot delnice nasploh. Zaključujeta, da gibanje cen delnic REIT-ov ni pomembno povezano z gibanjem obrestnih mer.

Povzetek študij in literature, ki opisuje tveganost REITov nakazuje, da le-ta variira v času in se razlikuje glede na lastnosti posameznega REITa. V splošnem so donosi REITov bolj odvisni od stanja na delniških trgih, kot od sprememb v obrestni meri, hkrati pa lastnosti posameznih REITov vplivajo na tveganost le-teh. Allen, Madura in Springer (2000) pa poleg že omenjenih vplivov na občutljivost donosov REIT-ov proučujejo tudi odvisnost donosov od strukture sredstev, finančnega vzvoda, upravljalne strategije in stopnje specializacije. Njihove ugotovitve temeljijo na 46 REIT-ih, s katerimi se trguje na borzi v 60-mesečnem obdobju od leta 1992 do 1996. Ta študija upošteva možnost, da sta se zaradi hitrega razvoja REIT-ov v 90. letih in približevanju običajnim podjetjem, občutljivosti donosov REIT-ov na obrestno mero in delniški trg spremenila z dozorevanjem skladov.

- a. Struktura sredstev - študija predpostavlja da so REITi, ki pretežno vlagajo v nepremičnine, bolj izpostavljeni faktorjem, ki vplivajo na vrednost nepremičnin, kot so stanje delniškega trga in tržne obrestne mere in obratno (torej večji delež investiran v hipoteke - vrednosti le teh pa naj ne bi bile tako odvisne od 2 preučevanih faktorjev - če pa imajo hipoteke spremenljive obrestne mere, se pričakuje, da so njihove vrednosti še manj občutljive na gibanje obrestnih mer).
- b. Finančni vzvod - finančni vzvod povečuje investicijski donos, če je ta pozitiven in obratno, zato je tveganje REITa pozitivno korelirano s stopnjo finančnega vzvoda.
- c. Upravljalška strategija - REITi lahko sami vodijo svoje portfelje, bodisi direktno, preko partnerjev ali pa lahko uporabijo storitve neodvisne upravljalške firme. Študije ugotavljajo, da (prilagojeno tveganju) lastna upravljalška politika ustvarja večje donose. Razlika je v večjih stroških financiranja. Tudi tveganje se med upravljalškimi strategijami razlikuje zaradi finančnega tveganja. Ker so managerji večinoma plačani na podlagi uspešnosti, težijo k večjim tveganjem, kar se pa lahko zmanjša s participacijo kot delničarji oz. soinvestitorji.
- c. Stopnja specializacije - REIT ki je zelo specializiran v določeni vrsti nepremičnin, lahko zaradi dobrega poznavanja področja dosega manjše tveganje. Lahko pa rečemo tudi, da REIT ki diverzificira investicije v različne nepremičnine, s tem zmanjša tveganje. Empirične študije pa kažejo, da je pri odnosu tveganje/specializacija pomembno predvsem poznavanje vrste nepremičnin v portfelju in ali diverzifikacija dodatno pripomore k znižanju tveganja poleg geografske diverzifikacije.

Študija ugotavlja, da REIT-i ne morejo popolnoma izolirati donosov od zunanjih faktorjev kot so stanje gospodarstva in delniških trgov, lahko pa vplivajo na izpostavljenost tem pogojem za zmanjšanje tržnega tveganja. Izpostavljenost delniškim trgov lahko znatno zmanjšajo z zmanjšanjem finančnega vzvoda, kakor tudi z lastnim upravljanjem portfeljev. Izpostavljenosti obrestnim meram s spremembami v proučevanih faktorjih (struktura sredstev, finančni vzvod, upravljalška strategija, stopnja specializacije) ne morejo zmanjšati. Čeprav so v prvem delu ugotovili, da se izpostavljenosti tržnim tveganjem med kapitalskimi in drugimi REIT-i razlikujejo, kasnejša obdelava podatkov ne nakazuje povezave med alokacijo sredstev (v nepremičnine ali hipoteke) in izpostavljenostjo tržnim ali spremembam obrestnih mer.

Ker so omenjene študije proučevale gibanja za precej oddaljeno preteklost, sem tudi sam proučeval odvisnost gibanja donosov REIT-ov od obrestne mere in inflacije z merjenjem korelacijskega koeficienta za celotno proučevano obdobje (glej Tabela 2). Kljub temu, da

je v proučevanem obdobju največji delež k donosu REIT-ov prispevala dividendna donosnost, vidimo da je skupna donosnost REIT-ov bolj korelirana s kapitalsko donosnostjo REIT-ov, saj je vrednost korelacijskega koeficienta kar 0,985. Skupni donos REIT-ov je srednje koreliran s skupnim donosom indeksa S&P 500, z vrednostjo korelacijskega koeficienta 0,451 in jasno kaže smiselno vključitve obeh vrst naložb v investicijski portfelj zaradi razpršitve tveganja. Še manj koreliran z gibanjem S&P 500 je dividendni donos REIT-ov in ker je le-ta pomembnejši v strukturi donosa REIT-ov, je to dodatna spodbuda za investiranje v REIT-e.

Korelacijski koeficient z vrednostjo -0,1366 med skupno donosnostjo REIT-ov in inflacijo kaže na šibko negativno odvisnost teh dveh spremenljivk. Kapitalski donosi REIT-ov so še močnejše negativno korelirani z inflacijo. Z inflacijo pa so šibko pozitivno korelirani dividendni donosi REIT-ov, saj je vrednost korelacijskega koeficienta 0,1063. S&P 500 je z inflacijo prav tako šibko negativno koreliran, kar kaže na neodvisnost delniških donosov od inflacije.

Primerjava donosov REIT-ov in obrestne mere kaže na šibko negativno korelacijo razen v primeru dividendnih donosov REIT-ov, kjer je korelacija šibko pozitivna, saj korelacijski koeficient med spremenljivkama znaša 0,1518.

Tabela 2: Korelacijski koeficient opazovanih spremenljivk v obdobju od leta 1972 do 2007, na podlagi mesečnih vrednosti spremenljivk in stopnja značilnosti (p). N = 432.

	REIT-kapitalski	REIT-dividendni	S&P 500-kapitalski	Inflacija	Obrestna mera
REIT-skupni	0,9853 (0,000)	0,1272 (0,008)	0,5171 (0,000)	-0,1366 (0,004)	-0,0836 (0,083)
REIT-kapitalski	x	-0,0442 (0,360)	0,5084 (0,000)	-0,1559 (0,001)	-0,1104 (0,022)
REIT-dividendni	x	x	0,0717 (0,137)	0,1063 (0,027)	0,1518 (0,002)
S&P 500-kapitalski	x	x	x	-0,1700 (0,000)	-0,0552 (0,253)
Inflacija	x	x	x	x	0,4790 (0,000)
Obrestna mera	x	x	x	x	x

Kot je razvidno iz tabele in komentarja, so moje ugotovitve glede povezanosti makroekonomskih kazalnikov z gibanjem donosnosti REIT-ov enake kot ugotovitve večine avtorjev omenjenih raziskav, torej da je povezava zelo šibka in nerelevantna. Bolj so namreč donosi REIT-ov povezani z donosi delniških trgov nasploh. Za dividendno donosnost REIT-ov, ki jo pa avtorji posebej ne primerjajo, pa sem ugotovil šibkejšo povezanost tako z inflacijo, kot tudi z obrestno mero. Ker pa je za vlagatelja v REIT-e prav ta morda bolj relevantna (v skupnem donosu REIT-ov namreč v povprečju od leta 1972 do 2007 predstavlja dividendna donosnost REIT-ov kar 68,2%), pomembnosti obrestne mere in inflacije na donosnost ne smemo zanemariti.

5 NEPREMIČNINSKI SKLADI IN SLOVENIJA

5.1 ZAKONODAJNO PODROČJE V SLOVENIJI

Slovenska zakonodaja REIT-ov ne obravnava in zato nimajo svoje pravno-organizacijske oblike, niti posebnih davčnih ugodnosti. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Ur. l. RS št. 106/1999; v nadaljevanju ZPIZ-1) v 240. členu ustanavlja Nepremičninski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja in ga opredeljuje kot pravno osebo, ki je ustanovljena z namenom upravljanja nepremičnin in zagotavljanja neprofitnih in varovanih stanovanj za upokoјence in druge starejše osebe. Osnovni kapital nepremičninskega sklada so stanovanja, stanovanjske hiše in drugi objekti, zgrajeni s sredstvi nosilcev pokojninskega in invalidskega zavarovanja v Republiki Sloveniji, stanovanja, zgrajena namensko za upokoјence, in stanovanja, zgrajena namensko za potrebe borcev NOV, druge nepremičnine, kupnine iz prodaje stanovanj in stanovanjskih hiš na podlagi stanovanjskega zakona. Nepremičninski sklad je pravna oseba, ki posluje kot družba z omejeno odgovornostjo, s pravicami, obveznostmi in odgovornostmi, določenimi s tem zakonom in Zakonom o gospodarskih družbah. Nepremičninski sklad pokriva stroške poslovanja s prihodki od svojih naložb in z drugimi sredstvi. Vlada Republike Slovenije daje soglasje k statutu nepremičninskega sklada, naložbeni politiki nepremičninskega sklada in finančnem načrtu, zaključnemu računu nepremičninskega sklada in poročilu o poslovanju in rezultatih dela nepremičninskega sklada, imenovanju in razrešitvi direktorja nepremičninskega sklada. Kot organe nepremičninskega opredeljuje skupščino, nadzorni svet in direktorja. Skupščina nepremičninskega sklada ima predsednika in štirinajst članov, nadzorni svet ima pet članov, sklad zastopa in njegovo poslovanje vodi direktor, ki ga na podlagi javnega razpisa imenuje skupščina nepremičninskega sklada. Skupščino nepremičninskega sklada imenuje Vlada Republike Slovenije za mandatno obdobje štirih let. Polovica članov skupščine nepremičninskega sklada se imenuje izmed predstavnikov upokoјenskih organizacij. Skupščina nepremičninskega sklada imenuje nadzorni svet.

Zakon o nacionalni stanovanjski varčevalni shemi (Ur. l. RS št. 86/2000; v nadaljevanju ZNSVS) ustanavlja sklad, ki varčevalcem nudi ugodne kredite pri nakupu prvih stanovanj, kar zopet ne nakazuje na obliko REIT-ov, kot so opredeljeni v tuji zakonodaji. Tudi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS št. 110/2002; v nadaljevanju ZISDU) v 3. odstavku 236. člena le omeni nepremičnine, kot eno izmed vrst dovoljenih naložb investicijskih skladov, brez dodatnih ugodnosti ali drugih določil.

5.2 NEPREMIČNINSKI SKLADI V SLOVENIJI

REIT-ov, ki jih poznamo v tujini, pri nas ni, se pa pojavlja nekaj podjetij, ki s svojo dejavnostjo in tudi imenom, dejavnost podobno tujim REIT-om nakazujejo. Najbolj evidenten primer sem že omenil, to je Nepremičninski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, katerega dejavnost je gospodarjenje s 3.030 nepremičninami, od katerih je

2.859 namenskih najemnih stanovanj za upokoјence in druge stareјše, 105 oskrbovanih najemnih stanovanj za upokoјence in druge stareјše, 57 prostorov, ki jih uporabljajo društva upokoјencev, 6 parkirišč in 3 poslovni prostori. Njihova stanovanja se nahajajo v 119 krajih po vsej Sloveniji in so namenjena reševanju stanovanjskih vprašanj upokoјencev in drugih stareјših oseb (Nepremičninski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 2009). Kot je razvidno iz portfelja nepremičnin in njihove namembnosti, njihov namen ni profit in ta sklad zato ni primeren za primerjavo s tujimi REIT-i.

Zaradi pogostega pojavljanja v javnosti je potrebno omeniti tudi podjetje CEEREF (Central & Eastern Europe Real Estate Fund), ki pri nas deluje že drugo leto. Po besedah zaposlenih slovenska družba, ki je oblikovana kot družba z omejeno odgovornostjo, opravlja le trženje tega sklada pri nas, medtem ko investitorji sredstva vlagajo v luksemburški sklad, ki ima statusno obliko REIT-a po njihovi zakonodaji. Zasledil sem mnogo podružnic podjetja v Sloveniji, kar je po besedah zaposlenih posledica ločevanja investicij po stroškovnih mestih. Družba KD Group je zasnovala sklad KD infrastruktura in gradbeništvo, vendar po strukturi naložb ni mogoče trditi, da vlagajo v nepremičnine, saj skoraj 81% naložb predstavljajo delnice.

5.2.1 BTC D.D.

Poleg omenjenega Nepremičninskega sklada PIZ-a obstajajo tudi drugi podobni lokalni skladi, noben od njih pa ne kotira na borzi in nima profitnih motivov, temveč predvsem zagotavljanje stanovanjskih površin za ostarele osebe in osebe v stiski. Najbolj primerljivo tujim REIT-om, je dobro poznano podjetje BTC d.d., ki na območju Ljubljane upravlja z nepremičninami v skladu s smiselno programsko shemo – torej ponuditi mesto v mestu – ki dviguje vrednost nepremičnin in posledično viša najemnine, ki so glavni vir prihodkov tega podjetja.

Družba BTC d.d. ima dolgoletno zgodovino, ki sega v leto 1954, ko je bilo ustanovljeno podjetje Centralna skladišča. V nekaj letih je v Ljubljani potreba po skladiščih narasla in podjetja Centralna skladišča so svoje poslovanje razširila s tem, da so pričeli skladiščno dejavnost opravljati tudi za podjetja, ki niso bila med soustanovitelji. Do maja 1962 je bilo tako zgrajenih že več kot 68 tisoč kvadratnih metrov pokritih skladiščnih površin. Leta 1975 je podjetje postalo največji blagovno transportni center v bivši Jugoslaviji in tega leta so se Javna skladišča preimenovala v Blagovno Transportni Center Ljubljana. Skladiščne kapacitete Blagovno Transportnega Centra so za potrebe gospodarstva po osamosvojitvi postale prevelike in leta 1990 je bilo v Blagovno Transportnem Centru praznih kar 50.000 kvadratnih metrov skladiščnih površin. Leta 1993, ko je vodenje podjetja prevzel Jože Mermal, so prazni skladiščni prostori pričeli dobivati novo, privlačnejšo podobo, in v prenovljeni dvorani A so nastale prve trgovine. Leta 1994 so delnice družbe pričele kotirati na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, leta 1997 pa je delniška družba BTC postala mednarodno kapitalsko podjetje, saj so bile njene delnice kot delnice prve slovenske

družbe uvrščene na londonsko, kmalu zatem pa še na frankfurtsko in Münchensko borzo. Družba BTC d.d. je bila v obdobju svoje preobrazbe v 90. letih in v začetku novega tisočletja v intenzivni investicijski fazi zaradi krepitve konkurenčnega položaja in je od leta 1993 do danes, investirala več kot 150 mio EUR, partnerji pa še vsaj 50 mio EUR.

Kratka zgodovina podjetja BTC d.d. kaže na stalno prisotno aktivno vlogo pri upravljanju z nepremičninami in sposobnost vodstva na prilagoditev vsebin na tem območju, kakršno je moč najti tudi v naprednih REIT-ih po svetu. Od osamosvojitve dalje so na območju zrasi mnogi objekti. Hkrati s plemenitenjem in širitvijo spektra trgovin je družba razvijala športne, rekreativne, kulturno zabavne programe, ki bistveno presegajo značaj običajnih nakupovalnih središč. Leta 2000 je s postavitvijo moderno zasnovane poslovne stolpnice v BTC prišla nova vsebina in izgled, ki privlači tudi najemnike poslovnih prostorov. Nova stolpnica skupaj z drugimi poslovnimi objekti in Kongresno dvorano ter številnimi sedeži podjetij poudarja in stopnjuje pomen poslovnega središča BTC. Tako se je prostor spreminjal v mesto, BTC pa je postajal BTC CITY.

Po opisani dejavnosti bi torej BTC d.d. lahko uvrstil med REIT-e, ki upravljajo trgovske in poslovne nepremičnine. Ker pa delnice BTC-ja več ne kotirajo na prostem trgu nobene izmed borz, je primerjava uspešnosti z ameriški REIT-i težka. Uspešnost družbe bom zato meril s čisto donosnostjo kapitala, ter kazalca EBITDA/KAPITAL (poslovni izid pred davki, obrestmi in amortizacijo/kapital) in jo primerjal z indeksom SBI20 ter donosi REIT-ov v ZDA v enakem obdobju (glej Tabela 3). Izbira kazalca ROE je smiselna, saj prikazuje lastniški donos na investirana sredstva, medtem ko je upoštevanje EBITDA namesto čistega dobička v istem kazalcu smiselno, ker so ameriški REIT-i izvzeti iz plačila davka na dobiček (tistega, ki ga izplačajo, vemo pa, da ga mora biti vsaj 90%). Amortizacija ni odliv denarja, zato zaradi boljše ocene denarnih tokov, ki so podlaga za vrednotenje podjetij, njena vrednost ni upoštevana (se prišteje) in je zato ocena rasti premoženja lastnikov boljša. Izvzetje obresti je koristno za ugotavljanje denarnih tokov iz poslovanja, kar zopet pripomore k boljši oceni dejanske vrednosti naložb in prikazuje uspešnost podjetja iz naslova poslovanja.

Tabela 3: Primerjava donosov podjetja BTC, delniških donosov v Sloveniji (SBI20) in donosov ameriških REIT-ov med leti 1994 in 2007. Podatki so v odstotkih.

Leto	BTC – ROE	BTC – EBITDA/K	SBI20	REIT-i v ZDA	REIT-i v ZDA divid. Donos	S&P 500 - skupni d.	Fed Funds - netv. obr. m.
1994	10,0	8,1	37,2	3,2	6,69	1,4	4,2
1995	7,7	12,0	3,7	15,3	8,71	36,4	5,8
1996	7,5	15,9	-19,5	35,3	8,92	22,3	5,3
1997	9,6	12,6	19,4	20,3	6,93	32,6	5,5
1998	7,7	12,4	22,5	-17,5	4,83	28,0	5,4
1999	7,8	13,8	5,9	-4,6	7,59	20,7	5,0
2000	7,9	14,9	0,1	26,4	9,86	-8,9	6,2
2001	5,8	16,3	19,0	13,9	8,08	-11,7	3,9
2002	4,5	28,7	55,2	3,8	6,94	-21,5	1,7
2003	6,8	24,5	17,7	37,1	8,66	28,0	1,1
2004	9,0	22,6	24,7	31,6	7,23	10,6	1,4
2005	12,0	28,3	-5,6	12,2	5,49	4,8	3,2
2006	8,9	29,3	37,9	35,1	5,55	15,4	5,0
2007	9,9	25,3	78,1	-15,7	3,36	5,4	5,0
Povprečje	8,2	18,9	21,2	14,0	7,1	11,7	4,2
Volatilnost	1,88	7,24	25,31	18,35	1,79	17,66	1,71
Sharpov ind.	2,14	2,03	0,67	0,54	1,61	0,42	

Vir: Ljubljanska borza, Arhiv enotnih tečajev, 2009; BTC d.d., 2009,

Iz tabele je razvidno, da se je v proučevanem obdobju slovenski delniški trg izkazal kot najbolj donosna naložba. S povprečno letno rastjo v višini 21,2% letno je za dobri 2 odstotni točki presegel donosnost BTC-ja ob upoštevanju EBITDA/KAPITAL kot kazalca donosnosti in za 13 odstotnih točk donosnost BTC-ja ob upoštevanju kazalca ROE kot merilo donosnosti naložbe. V proučevanem obdobju so s 14% povprečno letno donosnostjo za delniškimi donosi v Sloveniji zaostali tudi ameriški REIT-i.

Poleg donosnosti sem primerjal tudi volatilitosti posamezne vrste naložbe, za kar sem uporabil mero standardni odklon. Standardni odklon predstavlja tveganje, ki je povezano z vrednostnim papirjem (delnica, delnica REIT-a, obveznica in drugi) ali tveganje portfelja naložb, ker ugotavlja volatilitost v donosih naložbe in zato investitorjem daje matematično osnovo za naložbene odločitve. Po pričakovanjih se je delniški trg izkazal z največjim, 25,31% standardnim odklonom okrog povprečne vrednosti 21,2%, kar pomeni, da investitorji lahko pričakujejo med -4,11% in 46,51% donosom v 68,2% primerov.

Za razmerje med donosom in tveganjem sem uporabil Sharpov indeks, ki kaže dodatni donos zaradi večje volatilitosti naložbe, uporablja pa se za primerjavo uspešnosti naložb prilagojeno tveganju. Sharpov indeks je izračunan kot količnik razlike povprečnega donosa naložbe v proučevanem obdobju in povprečnega donosa netvegane naložbe (*Fed Funds*),

ter volatilnosti proučevane naložbe. Čim višja je vrednost indeksa neke naložbe, tem boljša je z vidika donosa in tveganja.

Iz zgornje tabele je razvidno, da najboljše razmerje med donosnostjo in tveganjem, merjeno s Sharpovim indeksom, nudi naložba v BTC, sledi ji SBI20, najslabše pa se je izkazal ameriški trg delnic in REIT-i v ZDA. Rezultati so lahko zavajajoči, saj so pri izračunu indeksa pri BTC-ju upoštevana le računovodska merila, hkrati pa ni zajet kapitalski donos, ki je odvisen od cene delnice na borzi. Prav zaradi tega so se REIT-i v ZDA izkazali kot bolj tvegana naložba, saj njihov donos temelji na seštevku kapitalskega donosa (rast cene delnice na borzi) in dividendnega donosa. V proučevanem obdobju je bil namreč kapitalski trg precej volatilen, medtem ko je bil dividendni donos izredno visok in stabilen. Izračun Sharpovega indeksa tudi za dividendni donos REIT-ov v ZDA, se je zato izkazal kot smiseln in bolj primerljiv. Primerjava delniških trgov v Sloveniji in ZDA pa jasno kaže zaostanek donosov v ZDA za slovenskimi, kar lahko tudi pojasni slabšo sliko skupnega donosa REIT-ov v ZDA, oziroma predvsem kapitalskih donosov le-teh, saj so bili dividendni donosi v proučevanem obdobju visoki.

SKLEP

Namen diplomskega dela je bilo predstaviti nepremičninske sklade oz. REIT-e, kot naložbeno priložnost v Sloveniji. Zanimala me je ureditev in zgodovina REIT-ov v ZDA, kjer so se kot naložbena oblika tudi prvič pojavili, pravna ureditev po svetu, ter tveganja in priložnosti, ki iz te naložbe izhajajo.

V prvem poglavju sem predstavil pravno-organizacijske in druge oblike delitve nepremičninskih skladov v ZDA. Kljub svojemu imenu so REIT-i v ZDA delniške družbe, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev in s katerimi se prosto trguje. Delijo se glede na naložbe v katere vlagajo – nepremičnine z namenom oddajanja (kapitalski REIT-i), hipotekarni vrednostni papirji (hipotekarni REIT-i) in mešani REIT-i, ki vlagajo v obe obliki naložb. Pozornost diplomskega dela sem usmeril v kapitalske REIT-e, saj so zaradi vsebine posla in tudi z vidika izračuna vrednosti naložbe, nepoučenim vlagateljem lažje razumljivi. Kapitalski REIT-i se zaradi specializacije in večje učinkovitosti poslovanja, delijo glede na vrsto nepremičnin v katere vlagajo. To so lahko rezidenčne, poslovne, hotelske, trgovske in druge zgradbe. Želja po večji uspešnosti REIT-ov je pripeljala do visoke stopnje specializacije glede vrste naložb, kakor tudi regijske osredotočenosti. Ta trend pa je prinesel tudi večjo izpostavljenost različnim tveganjem, zato morajo biti vlagatelji na to še posebej pozorni.

V drugem poglavju sem pozornost namenil primerjavi zakonodaje s področja REIT-ov po svetu. Glavna lastnost REIT-ov je namreč v tem, da dobiček ni obdavčen, razen v

določenih primerih. Ugodnejša obdavčitev se je izkazala kot pravilo v vseh obravnavanih državah, razlike pa so se pojavljale predvsem v strukturi sredstev in obravnavi virov prihodkov. Naslednje poglavje prikazuje zgodovino REIT-ov v ZDA, katere namen je ugotovitev donosnosti in njenih značilnosti skozi različna gospodarska in politična obdobja v ZDA, od 70. let prejšnjega stoletja do danes. Zanimivo je, da so bili v slabih 40. letih REIT-i precej uspešnejši od delniških trgov – 80-kratno povečanje investicije na začetku obdobja v primerjavi z 48-kratnim. Bolje so se obnesli tudi v slabših gospodarskih časih, hkrati pa je njihov dividendni donos (ki je v proučevanem obdobju predstavljal kar 68,23% celotnega donosa) zagotavljal stabilno donosnost naložbe tudi v časih padcev vrednosti delnic na borzi.

Četrto poglavje predstavlja pregled študij različnih avtorjev, ki so preučevali tveganja in donosnosti REIT-ov, ter njihove odvisnosti od različnih zunanjih in notranjih dejavnikov. Študije obravnavajo odvisnost donosnosti od obrestnih mer, inflacije, kakor tudi finančnega vzvoda, značilnosti managementa in drugih. Kakor so ugotovili raziskovalci, omenjeni v četrtem poglavju, v naslednjem poglavju tudi z lastnimi izračuni ugotavljam zelo majhno odvisnost donosov REIT-ov od inflacije in obrestne mere, ter ugotavljam odvisnost donosov predvsem od gibanja donosov delniškega trga, ki ga predstavlja indeks S&P 500.

V zadnjem poglavju predstavljam stanje na zakonodajnem področju glede nepremičninskih skladov pri nas in ugotavljam, da REIT-i, kot jih poznamo v tujini, pri nas še ne obstajajo, po mnenju poznavalcev pa jih še nekaj časa ne bomo. Najbližje nepremičninskemu skladu pri nas je podjetje BTC d.d., ki se z REIT-i lahko primerja tudi z donosom.

Z diplomskim delom sem ugotovil, da bi bili REIT-i v Sloveniji primerna investicija, ki bi jo nepoučeni investitorji razumeli celo bolje od drugih vrst naložb, tudi delnic, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev. Tovrstna naložba bi bila dobra tudi zaradi tekočega dohodka, ki ga vlagatelju nudi, kar je velika slabost delnic, hkrati pa bi bila bolj odporna na gospodarske šoke. Zaradi stabilnosti, bi bili REIT-i primerni za dolgoročno varčevanje posameznikov, kakor tudi institucionalnih investitorjev. Njihova šibka korelacija z makroekonomskimi kazalci, ter srednje močna korelacija z donosi delniških trgov pa dokazujejo smiselnost vključitve tovrstne naložbe v portfelj naložb zaradi diverzifikacije tveganja.

LITERATURA IN VIRI

1. *Advantage Software LLC - Capitalization Rate* (15.1.2009). Najdeno 25. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.invest-2win.com/caprate.html>
2. Allen, M. T., Madura, J., & Springer, T. M. (2000). REIT Characteristics and the Sensitivity of REIT Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics* , 141-152.
3. Block, R. L. (2006). *Investing in REITs* (3 izd.). New York: Bloomberg Press.
4. *BTC d.d. - Letna poročila*. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://btc.si/vsebina.php?idm=387>
5. *Deutsche Boerse - Market Data & Analytics*. Najdeno 7. marca 2009 na spletnem naslovu: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/20_workshops/790_sswws210307_REITs/REIT-Gesetz.pdf
6. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS št. 110/2002* (2002, 18. december).
7. Zakon o nacionalni stanovanjski varčevalni shemi. *Uradni list RS št. 86/2000*, (2000, 26. september).
8. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. *Uradni list RS št. 106/1999* (1999, 23. december).
9. Ernst and Young. (2008). *Global Real Estate Investment Trust Report 2008*. Australia: Ernst and Young.
10. Ernst and Young. (2007). *Global REIT Report: REIT Market Review 2007*. Avstralija: Ernst and Young.
11. Flannery, M. J., & James, C. M. (1984). The Effect of Interest Rate Changes on the Common Stock Returns of Financial Institutions. *Journal of Finance* (39), 1141-1153.
12. Glascock, J. L., Liu, C., & So, R. (2000). Further Evidence on the Integration of Reit, Bond and Stock Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics* , 20.
13. Government of UK. (2006). *UK-REITs - commentary on draft legislation and regulations*. London: Government of UK.
14. Imperiale, R. (2006). *Getting Started in Real Estate Investment Trusts*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
15. Kotler, P. (2004). *Management trženja*. Ljubljana: GV Založba d.o.o.
16. Lachner, C. M., & von Hefpe, R. (2006). The Introduction of Real Estate Investment Trusts [REITs]. *German Law Journal* , 133-142.
17. Lintner, J. (1965). The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics* , 13-37.
18. *Ljubljanska borza - Arhiv enotnih tečajev*. Najdeno 10. marca 2009 na naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=CSZOQYy84XTVeZ5S>

19. *McGraw-Hill Companies - S&P 500* . Najdeno 8. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indices_500/2,3,2,2,0,0,0,0,2,1,0,0,0,0,0.html
20. Mueller, G. R., & Pauley, K. R. (1995). The Effect of Interest-Rate Movements on Real Estate Investment Trusts. *Journal of Real Estate Research* , 319-326.
21. National Association of Real Estate Investment Trusts - *Historical REIT Industry Market Capitalization: 1972-2007, 2008*. Najdeno 30. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry/tabid/85/Default.aspx>
22. National Association of Real Estate Investment Trusts - *Monthly Index Values & Returns, 1972-2008*. Najdeno 8. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/FTSENAREITUSRealEstateIndexHistoricalValu/MonthlyIndexValuesReturns19722008/tabid/208/Default.aspx>
23. *Nepremičninski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja*. Najdeno 9. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.ns-piz.si/podjetje.html>
24. *New York University Stern - S&P Earnings: 1960-Current*. Najdeno 8. januarja 2009 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/spearn.htm
25. PriceWaterhouseCoopers. (2007). *Global Real Estate Investment Trust Report 2008*. Nemčija: PriceWaterhouseCoopers.
26. Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance* , 425-442.
27. Stone, B. K. (1974). Systematic Interest-Rate Risk in a Two-index Model of Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 709-721.
28. *Yahoo - Investing*. Najdeno 8. januarja 2009 na spletnem naslovu: <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^IXIC&a=11&b=31&c=1969&d=11&e=31&f=2008&g=m&z=66&y=396>

TERMINOLOŠKI SLOVAR

Baby boomerji – kohorta prebivalstva, rojena po koncu druge svetovne vojne, zaznamovana z atentatom na Kennedyja in Martina Luthra Kinga ter vietnamsko vojno, ki so bili leta 2000 stari 46-54 let.

Cap rate – kazalnik, ki prikazuje razmerje med pričakovanimi donosi od nakupa nepremičnine, zmanjšanimi za obratovalne stroške in stroške popravil in tržno vrednostjo nepremičnine. Čim je ta kazalnik manjši, tem večja je vrednost nepremičnine in obratno.

CAPM (Capital Asset Pricing Model) – model vrednotenja, ki pravi da je dodatni donos VP nad tistim od netveganih VP odvisen od njegovega sistematičnega tveganja.

Dividendni donos – donos v obliki dividend.

Dolžniško financiranje – financiranje podjetja s strani bank in drugih zunanjih posojilodajalcev.

EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) – poslovni izid podjetja brez davkov, obresti in amortizacije.

FBI (*Fiscale Beleggingsinstelling*) – nizozemski naziv družbe, ki je oblikovana kot REIT.

Fed funds – obrestna mera, po kateri se banke v ZDA zadolžujejo za vzdrževanje kapitalske ustreznosti. Je tudi netvegana obrestna mera, ki sem jo uporabljal v izračunih.

FFO (*Funds from Operations*) – čisti dobiček brez dobičkov ali izgub iz prestrukturiranja dolgov in prodaje nepremičnin, plus amortizacija nepremičnin, ki velja kot eden izmed boljših kazalcev uspešnosti poslovanja REIT-ov namenjen primerjavi uspešnosti podjetij med seboj.

Finančni vzvod – kazalnik, ki meri stopnjo zadolženosti podjetja.

Forward equity contract – oblika financiranja REIT-a, s katero se družba obveže za takoj pridobljena sredstva, delnice dostaviti v prihodnosti.

J-REIT (*Japanese Real Estate Investment Trust*) – japonski naziv družbe, ki je oblikovana kot REIT.

Kapitalski donos – donos v obliki rasti cene delnic na borzi VP.

Korelacijski koeficient – mera povezanosti dveh spremenljivk.

Kriza hipotekarnih posojil (*sub-prime lending*) – dražitve posojil in padca vrednosti nepremičnin, zaradi česar so se cene delnic REIT-om močno pocenile.

Lastniško financiranje – financiranje podjetja s strani lastnikov v obliki kapitala.

NAREIT (*National Association of Real Estate Investment Trusts*) – zveza nepremičninskih skladov ZDA.

Premija za tveganje – dodatni pričakovani donos investitorja nad netveganim donosom za dodatno tveganje, kateremu se izpostavi pri investiranju.

REIT – Real Estate Investment Trust - nepremičninski sklad oz. sklad, ki sredstva investitorjev vlaga v nepremičnine oz. naložbe povezane z nepremičninami.

REIT (hibridni) – mešani nepremičninski sklad.

REIT (hipotekarni) – nepremičninski sklad, ki večino sredstev vlaga v hipotekarna posojila in sorodne vrednostne papirje.

REIT (kapitalski) – nepremičninski sklad, ki večino sredstev vlaga v nepremičnine z namenom oddajanja.

Resolution Trust Corporation – posebna ustanova, ki jo je kongres ustanovil z namenom odprodaje nepremičnin in hipotekarnih kreditov v lasti posojilodajalcev, ki so bili na robu stečaja in od drugih ustanov, ki so do njih prišle z zaplembo zaradi neplačevanja strank (banke, zavarovalnice, ipd.).

S&P 500 (*Standard's & Poor's 500*) - borzni indeks ZDA, ki zajema približno 75% delniškega trga, kot utež uporablja tržno kapitalizacijo, ki mora biti vsaj 3 mrd USD. Njegova zgodovina sega v leto 1923, tržna kapitalizacija zajetih podjetij v indeksu pa presega 1.500 mrd USD.

Sharpov indeks – kazalnik, ki kaže dodatni donos zaradi večje volatilnosti naložbe, uporablja pa se za primerjavo uspešnosti naložb prilagojeno tveganju. Sharpov indeks je izračunan kot količnik razlike povprečnega donosa naložbe v proučevanem obdobju in povprečnega donosa netvegane naložbe (*Fed Funds*), ter volatilnosti proučevane naložbe. Čim višja je vrednost indeksa neke naložbe, tem boljša je z vidika donosa in tveganja.

SIIC (*Societes d'Investissements Immobiliseres Cotees*) – francoski naziv družbe, ki je oblikovana kot REIT.

Sistematično tveganje oz. tržno tveganje – tveganje, ki so mu izpostavljene vse delnice na borzi in ki se ga z dodatno diverzifikacijo ne da zmanjšati.

SPV (*Special Purpose Vehicle*) - podrejena ali hčerinska družba REIT-a, s posebno ureditvijo, ki narekuje dovoljeno obliko vlaganj in ki te družbe pušča nedotaknjene v primeru stečaja matične družbe.

Standardni odklon – mera volatilnosti naložbe. Predstavlja lahko tveganje, ki je povezano z vrednostnim papirjem.

TRS (*Taxable REIT Subsidiary*) – obdavčljiva podružnica REIT-ov, ki lahko vlaga v druge dejavnosti .

Tržni donos – povprečni donos na borzi, za njegovo vrednost se lahko uporablja tudi donos indeksa.

Withholding tax – odtegnjeni davek, ki ga plača tuji lastnik delnice na izplačane dividende.