

TEMELJNE ZNAČILNOSTI NEPREMIČNINSKIH SKLADOV

Fundamental Characteristics of Real Estate Funds

Izvleček

UDK: 336.763/.767:332.21/.22

V preteklih nekaj letih so se nepremičnine zaradi relativno ugodnega razmerja med donosnostjo in tveganjem, nizko koreliranostjo donosnosti s preostalimi najbolj razširjenimi finančnimi naložbami (delnicami in obveznicami) ter relativno nizkih obrestnih mer uveljavile kot obvezna portfeljska naložba številnih investorjev. Nepremičninski skladi so v tujini običajen način posrednega investiranja v nepremičnine, v Sloveniji pa zaradi zakonskih omejitev (ob nastanku tega prispevka) teh skladov še ne poznamo. V prispevku pregledamo nekatere temeljne značilnosti investiranja v nepremičnine in podrobneje analiziramo značilnosti nepremičninskih skladov in njihovega upravljanja.

Ključne besede: nepremičnine, nepremičninski sklad, donosnost, Slovenija

Abstract

UDC: 336.763/.767:332.21/.22

Over the last few years, real estate has become an indispensable portfolio asset due to its favourable risk-return characteristic and low correlation with other most common financial assets. Abroad, real estate funds are a well established form of indirect real estate financial investment, whereas in Slovenia's financial market they are nonexistent due to legal restrictions. In the article we review the most prominent characteristics of investing in real estate and analyse real estate funds as a financial vehicle and real estate management.

Keywords: real estate, real estate fund, return, Slovenia

JEL: G10, G11, G15, G23

1 Uvod

V nepremičnine je možno investirati na tri načine:

i) Neposredno, z lastnim oblikovanjem portfelja nepremičnin (direktne investicije v nepremičnine so najmanj korelirane z delnicami in obveznicami, omogočajo poljubno sestavo nepremičnin v portfelju in upravljanje s tem portfeljem; po drugi strani je oblikovanje takšnega portfelja časovno zamudno, zahteva velike finančne vložke in je z vidika ekonomij obsega in transakcijskih stroškov, povezanih z neposrednim trgovanjem z nepremičninami, neučinkovito).

ii) Posredno, z investiranjem v vrednostne papirje nepremičninskih podjetij in nepremičninskih skladov (REIT skladov, ponekod tudi zaprtih nepremičninskih skladov; prednost takšnega investiranja v nepremičnine je v nižjih transakcijskih stroških, profesionalnem in davčno učinkovitem upravljanju z naložbami v nepremičnine, fleksibilnosti naložb in transparentnosti – tekoče spremljanje donosnosti naložbe; negativna stran te naložbene poti je v večji korelaciji delnic teh skladov z delnicami podjetij iz drugih gospodarskih dejavnosti in obveznicami kakor pri direktnem investiranju v nepremičnine), katerih delnice kotirajo na borzi.

iii) Neposredno, z investicijami v sklade, katerih deleži ne kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (odprti nepremičninski skladi, skladi skladov; investitor z naložbo v takšen sklad pridobi posredno lastništvo nad nepremičnino, ki je upravljano na stroškovno učinkovit in profesionalen način; slabost te naložbene poti je manjša likvidnost naložbe v primerjavi s posrednim investiranjem v delnice nepremičninskih podjetij in REIT skladov).

2 Privlačnost nepremičninskih skladov

Nepremičnina je kot naložba zanimiva iz številnih ekonomskih in drugih¹ razlogov. Če se omejimo na ekonomske razloge, potem lahko nepremičnine opredelimo kot atraktivno naložbo zaradi:

- i. relativno velike donosnosti naložb v nepremičnine v zadnjih letih (tabela 1),
- ii. prednosti diverzifikacije portfelja premoženja (šibka korelacija z drugimi vrstami naložb, kot so delnice in obveznice (tabela 2), kar omogoča povečanje donosnosti portfelja ob nespremenjenem tveganju oziroma doseganje enake donosnosti portfelja ob nižjem skupnem tveganju portfelja),
- iii. relativno nizke obrestne mere, kar povečuje relativno donosnost nepremičnin glede na donosnosti dolžniških in tudi lastniških vrednostnih papirjev.

Nepremičninski trgi lahko ponudijo investitorju številne naložbene produkte. Najpogostejše, glede na njihovo pričakovano donosnost in tveganje, prikazuje slika 1.

¹ Nepremičnina je običajno največje premoženje posameznika, za lastnika ima uporabno in čustveno vrednost.

* mag. Silvo Dajčman, asist., Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, Razlagova 14, 2000 Maribor, Slovenija. E-mail: silvo.dajcman@uni-mb.si.

Tabela 1: Povprečna donosnost in tveganje naložb v nepremičnine in v druge najpogostejše oblike finančnih naložb v svetu

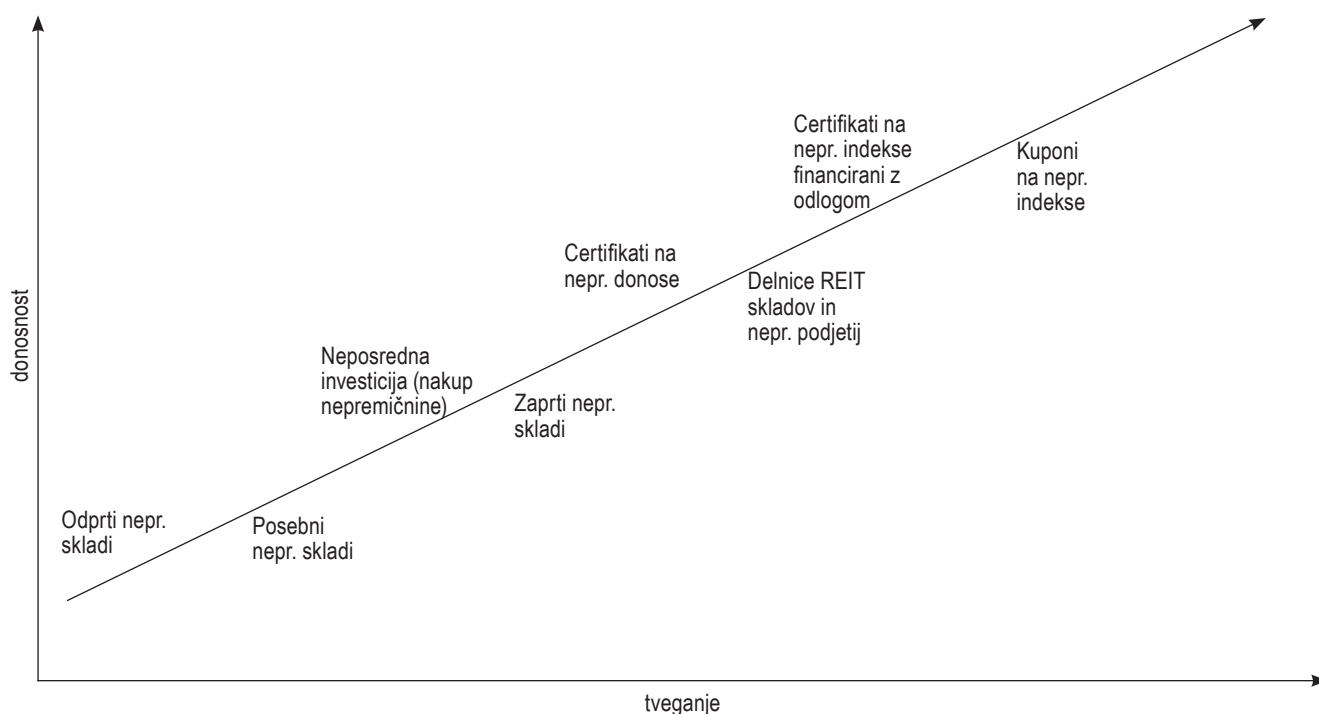
	Delnice	Obveznice (10-letne vladne)	Nepremičnine (globalno)	REIT skladi in nepremičninska podjetja
Povprečna letna donosnost (1990–2005)	11,5 %	9,9 %	7,5 %	9,5 %
Tveganje	20,1 %	6,6 %	3,7 %	23,3 %
Donosnost na enoto tveganja	0,57	1,33	2,02	0,41

Vir: Deutsche Bank (2006) – Real Estate Research; EPRA/FTSE/JPMorgan.

Tabela 2: Koefficienti korelacije med nepremičninami, delnicami in obveznicami

	Nepremičnine globalno	Nepremičnine Evropa	Delnice globalno	Obveznice globalno
Nepremičnine globalno	1,00	0,67	0,67	–0,03
Nepremičnine Evropa	0,67	1,00	0,59	0,16
Delnice globalno	0,67	0,59	1,00	–0,39
Obveznice globalno	–0,03	0,16	–0,39	1,00

Vir: FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index (Monthly Bulletin, December 2005).

Slika 1: Naložbeni produkti na nepremičninskem trgu

Nov finančni produkt na nepremičninskih trgih so nepremičninski izvedeni vrednostni papirji, katerih vrednost je odvisna od gibanja cen določenega nepremičninskega naložbenega produkta oziroma indeksa, ki odraža cenovno dinamiko nepremičnin. Revija Internacionalizacija nepremičninskih trgov in razvoj derivativnih finančnih instrumentov, vezanih na nepremičninske naložbene produkte, sta dva glavna globalna trenda na nepremičninskih trgih.

Čeprav se izvedeni finančni instrumenti uporabljajo primarno za varovanje tveganja, njihov izreden razvoj v zadnjih letih podpirao tudi investicijski interesi, tj. iskanje dodatnega donosa. Privlačnost izvedenih finančnih instrumentov je ta, da omogočajo hiter vstop in izstop iz nepremičninskega trga ob relativno nizkih transakcijskih stroških (v primerjavi z neposredno investicijo v nepremičnino). Med posameznimi vrstami izvedenih finančnih in-

strumentov so po mnenju DEGI (2006) za finančno javnost najbolj zanimivi certifikati in kuponi, vezani na nepremičninske indekse.²

Temeljni motiv izdaje derivativnih instrumentov, ki imajo kritje v nepremičninah, je varovanje vrednosti naložbe, ker pa je danes večina investicij v nepremičnine take narave, da investitor nima namena trgovati z nepremičnino, t. i. "buy-and-hold", je trg derivativnih instrumentov na nepremičnine še relativno majhen. Gonilni dejavniki razvoja derivativnih finančnih instrumentov nepremičninskega trga so: velikost nepremičninskega trga (v večini držav je nepremičnina največja premoženjska oblika), vse večji delež nepremičnin, ki so prisotne na trgu kapitala (preko nepremičninskih skladov), naraščajoča volatilitnost cen nepremičnin, demografski izzivi, naraščajoče povpraševanje po neposrednih in posrednih nepremičninskih naložbenih produktih, naraščajoča kompleksnost naložbenih strategij in transparentnost nepremičninskega trga (razvoj ustreznih indeksov nepremičninskega trga).³

Med nepremičninskimi naložbenimi produkti so za uporabo izvedenih finančnih instrumentov najbolj zanimive delnice REIT skladov, katerih cenovna volatilitnost je podobna volatilitnosti delnic podjetij v preostalih gospodarskih dejavnostih. Potreba po kritju izpostavljenosti negativnemu gibanju vrednosti naložb je manjša pri investitorjih v odprte in zaprte nepremičninske sklade, saj so te naložbe manj izpostavljene tržnemu tveganju kot naložbe v REIT sklade.

3 Naložbene strategije nepremičninskega sklada, njihove značilnosti in uspešnost v preteklosti

Nepremičninski sklad lahko v upravljanju s sredstvi, glede na svoje naložbene cilje, dovoljeno zakonodajo, trajanje sklada ter pripravljenostjo sprejemanja tveganja njegovih lastnikov, sledi različnim strategijam prostorske, sektorske osredotočenosti, lahko je usmerjen v rast ali dohodek, v bolj ali manj tvegane naložbe. Najpogostejša je delitev strategij skladov po naslednjih kriterijih:

Glede na geografsko usmeritev lahko ločimo sklade, ki so usmerjeni samo na eno državo, in sklade, ki naložbe usmerjajo v več držav. Po podatkih Evropskega združenja za investitorje v nepremičninske nejavne (na borzi nekotirajoče) sklade⁴ (INREV – European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles) prevladujejo v Evropi, po številu, nepremičninski skladi z naložbami v več državah, izjema so le Velika Britanija, Švica in Portugalska, kjer ima večina nepremičninskih skladov, ki ne kotirajo na borzi, svoje premoženje naloženo le v teh državah. Po velikosti sredstev v upravljanju je 50 odstotkov skladov takšnih, ki imajo sredstva naložena zgolj v eni državi.

Po kriteriju sektorske usmeritve naložbenega portfelja nepremičninskega sklada lahko ločimo med diverzificiranimi ter specializiranimi skladi (skladi z naložbami v zgolj eno izmed možnih nepremičninskih sredstev, kot so poslovne stavbe, pisarne, stanovanja, industrijske nepremičnine). Po podatkih INREV je bila v novembru 2006 struktura bruto vrednosti sredstev nepremičninskih skladov v Evropi naslednja: 60 odstotkov vrednosti skladov je diverzificiranih, 16 odstotkov skladov je imelo premoženje naloženo v trgovske stavbe, v pisarne 9 odstotkov, stanovanja 7 odstotkov, industrijske nepremičnine 5 odstotkov in v drugo 3 odstotke.

Hiter vpogled v pričakovano stopnjo donosa nepremičninskega sklada, sprejeto tveganje in delež dolžniškega financiranja nam poda naslednja klasifikacija naložbenih strategij: "core" strategija, "core-plus" in "value enhanced" strategija (pogosto "core plus" in "value enhanced" označujemo skupaj kot "value-added" strategija) ter oportunistna strategija. "Core" naložbena strategija je strategija investiranja v nepremičnine z zanesljivim denarnim tokom, nižjo tveganostjo in nižjim deležem dolga v celotnih virih financiranja. "Value added" strategija ima med sredstvi srednje tvegane nepremičnine, s pričakovano višjo, a bolj tvegano donosnostjo kot "core" strategija, delež kapitalskega dobička (donosa iz naraščanja cene nepremičnin v portfelju) je običajno tudi večji (običajno tvori 30 odstotkov skupne donosnosti). Z oportunistno strategijo označujemo poslovno usmerjenost nepremičninskega sklada v iskanje čim višje donosnosti. Naložbe nepremičninskih skladov, ki sledijo temu

² Najbolj razširjeni izvedeni finančni instrumenti na nepremičninskem trgu po svetu so certifikati, po oceni Nemškega združenja za nepremičninske sklade (DEGI), dolžniški instrument, ki ga je možno strukturirati tako, da njegova vrednost bodisi narašča ali upada z naraščanjem vrednosti baze (nepremičnine ali nepremičninskega indeksa). Certifikati kot naložbeni produkt finančnega trga so že zelo priljubljeni v Nemčiji. Ob certifikatih se po svetu uporabljajo tudi naslednji izvedeni finančni instrumenti na nepremičnine: i) Opcije (npr. Chicago Mercantile Exchange izdaja redno od maja 2006 naprej nakupne in prodajne opcije za nepremičninski indeks desetih ameriških mest; na Euronext-Liffe (London International Financial Futures Exchange) se trguje z opcijami na delnice nepremičninskih podjetij Rodamco Europe, Wereldhaven in drugih.), ii) Zamenjave (angl. *swaps*) – uporaba teh na nepremičninskem trgu v praksi še ni veliko. Prvi znan primer je zamenjava nepremičninskih donosov (angl. *total-return swap*) med nepremičninskim skladom British Land in zavarovalnico Prudential v letu 2005. Prednost instrumenta zamenjave za nepremičninski sklad je ta, da lahko sklad z uporabo tega finančnega instrumenta zmanjša svojo izpostavljenost na nepremičninskem trgu, ne da bi dejansko zmanjšal svojo investicijo v nepremičnino (in se s tem izogne transakcijskim stroškom pri prodaji nepremičnine). To doseže tako, da celoten donos nepremičnine (angl. *total-return* zamenjava) izmenja s pogodbenim partnerjem v zamenjavi (to je lahko npr. zavarovalnica, banka, pokojninski sklad ipd.) za fiksni ali variabilen denarni tok, ki je npr. vezan na Euribor in določen pribitek).

³ Takšni nepremičninski indeks za ZDA je npr. NCREIF, za Nemčijo DIX in za Veliko Britanijo IPD.

⁴ Odprti in zaprti skladi, ki ne kotirajo na borzi. INREV je združenje, ki zajema vse več nepremičninskih skladov. Trenutno je v bazi INREV preko 480 skladov iz različnih evropskih držav s skupno bruto vrednostjo premoženja 328,5 milijarde EUR.

Tabela 3: Primerjava strategij upravljanja skladov

Kriterij/Strategija	"Core" strategija	"Value added" ("core plus" + "value enhanced") strategija	Oportunitetna strategija
Zahtevana donosnost	10–13 %	12–17,5 %	18–25 %
Finančni vzvod ^a	0–60 %	30–70 %	60–100 %
Tveganost naložb sklada	Nizka	Srednja	Visoka
Nepremičnine	Nepremičnine na elitnih lokacijah, z zanesljivim konstantnim denarnim tokom (najemninami) – predvsem pisarne	nepremičnine na dobrih lokacijah, večja verjetnost manj konstantnega denarnega toka (večje tveganje) – pisarne, logistični centri, hoteli	nepremičnine na slabših lokacijah in na nepremičninskih trgih v državah v razvoju
Diverzifikacija	cilj je čim večja diverzifikacija naložb v kvalitetne nepremičnine	dobra geografska in sektorska razpršenost naložb	osredotočenost na posamezni sektor ali regijo
Struktura donosa sklada (najemnina: rast cen nepremičnine) v %	80 : 20	70 : 30	donosnost sklada je predvsem rezultat rasti cen nepremičnin sklada
Primer naložbe	pisarne in trgovski centri na elitnih lokacijah v eni ali več državah z razvitim nepremičninskim trgom	pisarne na manj elitnih lokacijah v državah z razvitim nepremičninskim trgom	industrijske nepremičnine; pisarne v državah z razvijajočim trgom nepremičnin

Opomba: ^a Finančni vzvod = delež dolžniškega financiranja sklada. Velikost finančnega vzvoda vpliva na donosnost kapitala. Če izrazimo donosnost na kapital z r_a , donosnost dolga z r_d , donosnost vseh sredstev z r_s , velikost dolga z D in velikost kapitala s K , potem velja $r_s = r_a + D/K(r_a - r_d)$. Kakor dolgo je donosnost celotnih sredstev višja od cene dolga, lahko z zadolževanjem povečujemo donosnost kapitala, kar je bistvo finančnega vzvoda.

Vir: NEIRV, DEGI Research, UBS.

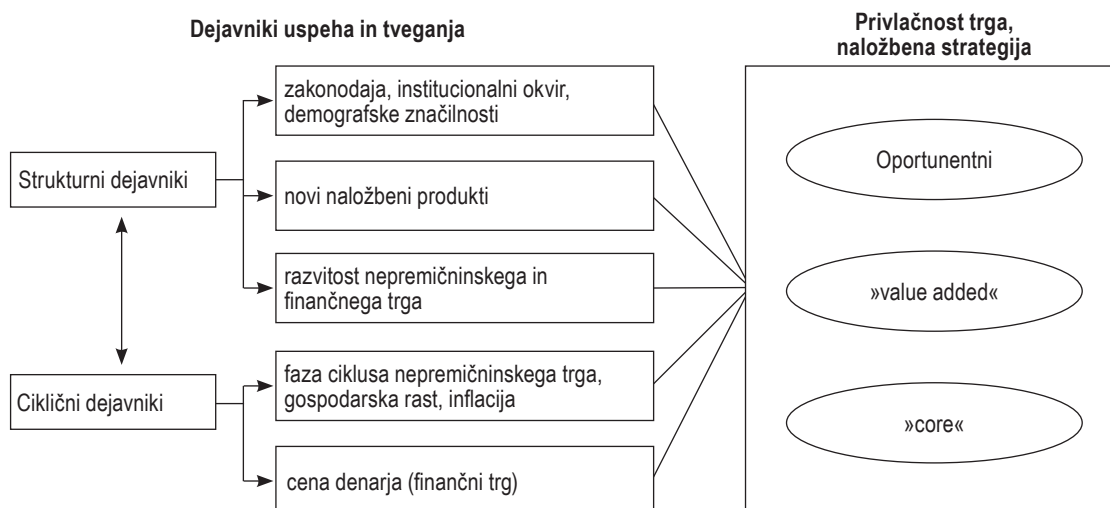
cilju, so pretežno financirane z dolgom (60–100 odstotkov vseh finančnih virov), osredotočene na posamezne tržne niše in zelo tvegane. Vir donosnosti oportunitetne strategije je predvsem naraščanje cene nepremičnine, sklad tako običajno ne izplačuje tekočega dohodka (tabela 3).

Na optimalen izbor naložbene strategije vplivajo številni dejavniki: zakonodajni okvir (ki določa okvir dovoljenih naložbenih produktov nepremičninskega trga, dovoljene pravne oblike nepremičninskega sklada ipd.), finančne inovacije in konkurenca, ki vpliva na hitrost uvajanja novih finančnih produktov, razvitost in velikost nepremičninskega in finančnega trga (opredeljuje transakcijske stroške trgovanja z nepremičninami in naložbenimi produkti nepremičninskega trga) in ciklični dejavniki kot

so faza ciklusa nepremičninskega trga in obrestne mere, ki določajo privlačnost nepremičnin za investitorje z vidika tveganja in donosnosti, kakor tudi optimalno velikost finančnega vzvoda (slika 2).

Po oceni organizacije INREV je v Evropi 60 odstotkov bruto vrednosti sredstev nepremičninskih skladov naloženih po "core" strategiji, 26 odstotkov po strategiji "core plus" in 14 odstotkov po oportunitetni strategiji.

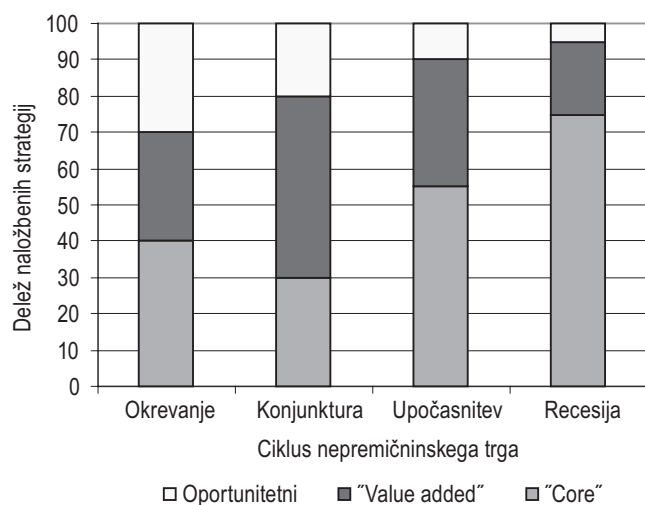
Med državami obstajajo pomembne razlike v pričakovani donosnosti in uporabljenem finančnem vzvodu, kar kaže na različnost naložbenih strategij in različne faze nepremičninskega poslovnega ciklusa: v Nemčiji so nepremičninski skladi v 2006 povprečno pričakovali 5-odstotno donosnost

Slika 2: Dejavniki uspešnosti in tveganj nepremičninskega sklada

ob uporabljenem 12-odstotnem finančnem vzvodu, v Veliki Britaniji 20-odstotno donosnost in 65-odstotni finančni vzvod, na Nizozemskem 8,5-odstotno donosnost in 38-odstotni finančni vzvod.

Empirične raziskave potrjujejo tesno povezavo med ciklusom nepremičninskega trga in prevladujočo strategijo naložbenih skladov na določenem nepremičninskem trgu. V fazi okrevanja in konjunktura narašča delež tveganih naložb. Njihov delež se v času recesije, ko se skladi osredotočajo bolj na nepremične z manjšim, a bolj zanesljivim donosom, zmanjšuje (slika 3).

Slika 3: Naložbene strategije glede na poslovni ciklus nepremičninskega trga



Vir: Gordon (2003).

V obdobju od leta 2000 naprej, odkar INREV spremlja dejavnost nepremičninskih skladov, je možno v Evropi zaslediti naraščanje priljubljenosti "core" strategije in strategijo diverzificiranosti naložb. Če gledamo po vrednosti naloženih sredstev, potem je bilo po zadnjih razpoložljivih podatkih (november 2006) približno 68 odstotkov sredstev evropskih nepremičninskih skladov naloženih po strategiji razpršitve, 32 odstotkov pa specializirano v posamezne segmente nepremičninskega trga – od tega 12 odstotkov vseh v segment trgovskih poslopij, 10 odstotkov v pisarne, približno 5 odstotkov v stanovanja, 3 odstotke v industrijske nepremičnine in 2 odstotka v drugo.

Investitorji, ki so nalagali v nepremičnine v Evropi, so glede na državo naložbe v preteklih letih zabeležili kar precej različne donosnosti (tabela 4). V zadnjih treh letih so bile najbolj donosne naložbe v nepremičnine v Veliki Britaniji, Franciji in Španiji, leto 2006 pa je bilo v preteklih treh letih v povprečju najbolj donosno. Nemški trg, kot največji trg v Evropi, je zabeležil v povprečju znižanje cen nepremičnin, celotno donosnost je zato predstavljala le tekoča donosnost (donos iz najemnin glede na tržno ceno nepremičnin).

Tabela 4: Donosnost nepremičnin v Evropi (povprečje v obdobju 2004–2006) (v %)

Država	Donosnost nepremičnin (2006)		Povprečna celotna donosnost v obdobju 2004–2006
	Celotna	Tekoča	
Avstrija	6,5	5,3	5,5
Danska	17,8	5,2	14
Finska	10,1	6,9	7,7
Francija	21,7	5,7	15,6
Nemčija	1,3	4,6	1,0
Portugalska	12,0	6,3	10,9
Španija	17,4	5,5	15,2
Velika Britanija	18,1	4,9	18,5
Švica	5,9	4,8	5,4
Italija	8,0	5,2	8,4
Evro območje	10,1	5,3	7,7
Evropa	14,1	5,1	12,1

Vir: IPD – Investment Property Databank.

Podoben pregled po posameznih segmentih nepremičninskega trga razkriva, da so v povprečju najbolj donosna trgovska poslopja, tem pa običajno sledijo industrijske nepremičnine (tabela 5).

Tabela 5: Povprečna donosnost posameznih segmentov nepremičninskega trga v Evropi (2004–2006) (v %)

Država	Trgovska poslopja	Pisarne	Stanovanja	Industrijski objekti
Avstrija	7,5	4,3	5,2	5,6
Danska	10,8	10,9	24,1	10,2
Finska	10,8	6,4	8,3	9,3
Nemčija	4,0	-0,3	3,0	/
Belgija (2005–2006)	11,8	6,7	/	11,8
Francija	21,3	14,1	15,5	15,9
Italija	10,5	7,6	/	9,8
Portugalska	13,7	6,3	/	7,3
Španija	16,7	14,1	12,7	18,0
Velika Britanija	18,2	19,4	/	17,6

Vir: IPD – Investment Property Databank.

4 Odprti ali zaprti nepremičninski sklad?

Po različnih ocenah (npr. UBS, INREV, Property Finance Europe, Prudential Financial) v Evropi prevladujejo zaprti nepremičninski skladi. Obe vrsti skladov imata določene prednosti in slabosti. Strnjeno povzemamo značilnosti obeh vrst nepremičninskih skladov v tabeli 6.

Najpomembnejša razlika med vrstama sklada je ta, da je odprti sklad odprt za nove investitorje, medtem ko zaprti, kot izhaja iz njegovega poimenovanja, ne. Nadalje je zaprti

Tabela 6: Primerjava odprtih in zaprtih nepremičninskih skladov

Značilnost	Odprti sklad	Zaprti sklad
Pravna oblika	ni pravni subjekt	pravni subjekt
Življ. doba sklada	Trajna, brez dospelja	omejena
Enota premoženja investitorja	delež (investicijski kupon)	delnica sklada
Sekundarno trgovanje	med investitorjem in sklado	na sekundarnem trgu, neredno, redko trgovanje
Omejitev rasti sklada	ne	da
Strategija upravljanja	fleksibilna	konstantna
Število investitorjev	večje, po velikosti manjši investitorji	manjše število, njihovi deleži so v povprečju večji
Komuniciranje z investitorji in javnostjo	proaktivno	redno in transparentno
Likvidnost z vidika investitorja	relativno visoka	nizka (omejena)
Likvidnostne potrebe sklada	velike (vpliv na strukturo naložb)	manjše (naložbe lahko bolj tvegane in donosne)
Mehanizem določanja cene naložbe v sklad	neto vrednost premoženja	ni potrebe po tekočem vrednotenju enote premoženja sklada; ob sekundarnem trgovanju zakon ponudbe in povpraševanja
Stroški upravljanja portfelja	veliki transakcijski stroški za ohranjanje likvidnosti sklada, provizija ob vstopu in/ali izstopu iz sklada, provizija za uspešnost,...	nižji transakcijski stroški in provizije zaradi manjših likvidnostnih zahtev
Količenje (benchmarking) donosnosti	izhodišče so običajno nepremičninski indeksi (npr. NCREID Property index v ZDA, IPD indeksi v VB)	ciljni donos je izražen absolutno (npr. povprečna anualizirana donosnost je 12-odstotna v naslednjih 3 letih)

sklad pravni subjekt, medtem ko odprti sklad ni ne fizična ne pravna oseba, temveč združenje premoženja večjega števila lastnikov.

Odprti sklad ob ustanovitvi nima vnaprej določenege datuma njegove terminacije (zaprtja in izplačila čiste vrednosti sredstev lastnikom), medtem ko pri zaprtem sklado že ob njegovi ustanovitvi predvidijo datum in način njegove terminacije. To je nujno zato, da se omogoči izstop investitorja oziroma izplačilo njegovega premoženja v sklado, saj za zaprte nepremičninske sklade pogosto ne obstaja sekundarni trg in je terminacija sklada edini način, da se investitorju povrne njegova naložba.

Neomejena življenjska doba odprtega sklada zahteva drugačen pristop k naložbeni strategiji. Hipoteza učinkovitega finančnega trga trdi, da so nenormalno visoki tveganju prilagojeni donosi lahko le začasni. Odprti sklad zato zahteva aktivno (fleksibilno) investicijsko strategijo, ki se lahko prilagaja poslovnim ciklusom, izkorišča trenutna tržna neravnovesja in omogoča svobodno pretakanje naložb med sektorji in geografskimi območji. Takšen sklad je lahko najuspešnejši takrat, kadar ima upravitelj sklada večjo samostojnost pri naložbenih odločitvah. Pri zaprtih skladih je življenjska doba omejena, investitorji se običajno do dospelosti sklada ne spreminjajo, naložbena strategija pa je dogovorjena že ob ustanovitvi.

Običajno imajo odprti skladi večje število investitorjev (ti so po velikosti v povprečju tudi manjši kot pri zaprtih skladih), z manjšim deležem v celotnem portfelju sklada. Takšna kombinacija – zahteva po večji svobodi upravljanja sklada in večje število majhnih investitorjev – pomeni, da imajo investitorji običajno tudi manj nadzora nad strategijo upravljanja nepremičninskega sklada kot pri zaprtih skladih.

Sekundarni trg za deleže investitorjev v zaprte sklade lahko obstaja, vendar je običajno sekundarno trgovanje redko in trg nerazvit. Investitorji v zaprte sklade tako običajno v sklad vstopijo ob ustanovitvi in izstopijo ob dospelosti sklada. Velikost naložb investitorjev (kapital sklada) se od ustanovitve do dospelosti sklada ne spreminja, lahko pa se spreminja velikost dolžniškega financiranja sklada (finančni vzvod). Odprti skladi lahko investitorjem ponudijo dosti večjo likvidnost njihovih naložb v sklad, saj lahko investitorji enostavno vstopajo v sklad in izstopajo iz njega.⁵ Po drugi strani ta značilnost odprtih skladov zahteva večjo likvidnost njihovega premoženja v primerjavi z zaprtimi skladi.⁶

⁵ Izstop iz nepremičninskega sklada običajno ni tako enostaven kot pri drugih vrstah vzajemnih skladov, ki imajo v svojem portfelju bolj likvidne oblike premoženja kot so nepremičnine. Izstop iz odprtega nepremičninskega sklada je običajno omogočen periodično (npr. mesečno, četrtno, polletno).

⁶ Odprti nepremičninski skladi so prav zaradi svojih likvidnostnih zahtev v Evropi redki, krizni dogodki na nepremičninskem trgu pa so pogosto sprožili njihovo preoblikovanje iz odprtih v zaprto obliko. To se je zgodilo v Nemčiji s sklado Grundbesitz Invest, odprtim nepremičninskim sklado Real Estate podružnice Deutsche Bank. Grundbesitz Invest je upravljal s 7,2 milijarde EUR velikim portfeljem. Konec leta 2005 je sklad popravil neto vrednost premoženja, kar je na trgu potrdilo sum o robustnosti in transparentnosti metod vrednotenja nepremičnin, ki so jih uporabljali nemški nepremičninski skladi. Popravek neto vrednosti premoženja je sprožil velike odlive oziroma odhod investitorjev, zaradi česar je bil upravitelj prisiljen sklad zaprti. To se je zgodilo prvič v nemški zgodovini odprtih nepremičninskih skladov. Sklad je bil za investitorje zaprt do marca 2006, od ponovnega odprtja do konca leta 2006 pa je zabeležil za 2,9 milijarde EUR odlivov. Po mnenju številnih poznavalcev nemških nepremičninskih skladov, npr. Stefana Loipfingerja, kriza odprtih skladov v Nemčiji še ni končana.

Za odprti nepremičninski sklad obstajajo štirje viri likvidnosti: i) vstop novih investorjev v sklad ali povečanje naložb obstoječih investorjev, ii) nerazdeljen denarni tok sklada, ki ni izplačan neposredno investitorjem kot njihov donos, iii) povečanje finančnega vzvoda z zadolževanjem in iv) prodaja naložb sklada (običajno nepremičnin). Zaprti sklad ima na razpolago dva vira likvidnosti; to sta nerazdeljen denarni tok sklada ter zadolževanje na finančnem trgu. Portfelj zaprtega sklada je lahko manj likviden (manjši delež naložb v tržne vrednostne papirje, kot so obveznice, delnice, državni vrednostni papirji, instrumenti denarnega trga in gotovina), bolj tvegan in donosen. Odprti sklad je zaradi svoje obveznosti, da je v vsakem trenutku sposoben poplačati izstop investitorja iz sklada, tudi v večji meri izpostavljen razmeram na trgu nepremičnin in na finančnem trgu. V obdobju, ko je dinamika rasti cen nepremičnin premajhna (glede na pričakovane donosnosti investitorjev), in zlasti, ko začne cene nepremičnin upadati, se likvidnostne zahteve močno povečajo. Sklad je lahko v takšnem primeru prisiljen prodati svoje naložbe (nepremičnine) v neugodnih tržnih razmerah. Po drugi strani se tudi zmanjša sposobnost zadolževanja. Negativna pričakovanja investitorjev lahko v takšnih razmerah ogrozijo solventnost in s tem obstoj sklada.

Osnova za vrednotenje kupona odprtega nepremičninskega sklada je neto vrednost enote premoženja, izračunana kot razlika med vsemi sredstvi in obveznostmi (čista sredstva) na število vseh izdanih enot premoženja. Odprti sklad mora tekoče izračunavati in objavljati to vrednost. Pri zaprtih skladih ni potrebe ne zakonske zahteve za redno izračunavanje in objavljanje vrednosti enote premoženja.

Na splošno bi lahko zapisali, da odprti sklad deluje najboljše takrat, kadar ima sredstva v likvidnih oblikah. "Core" strategija je zato bolj ustrezna kot oportunistna strategija in diverzificirana strategija bolj kot sektorska ali regionalna osredotočenost. Nišna ali specializirana naložbena osredotočenost nosi v sebi večje likvidnostno tveganje kot diverzificirana strategija, kadar se tržni sentiment v določenem sektorju ali prostoru poslabša.

Z vidika investitorja so odprti skladi zelo podobni REIT skladom. Obe vrsti nepremičninskih skladov sta izvzeti iz obdavčitve na podjetniški ravni. Vložki v sklad so lahko relativno majhni in s kuponi oziroma delnicami se lahko dnevno trguje. Vendar pa je »bid-ask« razpon, ki odraža posredniško maržo, pri REIT skladih precej manjši od 5 odstotkov, kolikor v povprečju znaša pri odprtih skladih na razvitih nepremičninskih trgih. To lahko pojasnimo z načinom trgovanja z deleži odprtega sklada in delnicami REIT skladov: medtem ko se z REIT delnicami trguje na organiziranem sekundarnem trgu (borzi vrednostnih papirjev), se z deleži odprtega sklada trguje le na bilateralni ravni med upravljalcem odprtega sklada in investitorjem. Trgovanje z REIT delnicami ne vpliva neposredno na premoženje REIT sklada, popolnoma drugače pa je pri odprtih skladih. Kadar slednji proda nove kupone, se

premoženje sklada poveča in obratno. Vrednost kupona mora vedno odražati vrednost premoženja sklada – neto vrednost naložb. Vrednost naložbe investitorja odprtega sklada je tako odvisna od fluktuacij na nepremičninskem trgu, medtem ko je vrednost REIT delnic v večji meri odvisna od tržnih nihanj na borznem trgu (zakon ponudbe in povpraševanja po delnicah) (Gilberto in Mengden 1996; Clayton in McKinnon 2001).

V Evropi prevladujejo po podatkih INREV zaprti nepremičninski skladi. Konec leta 2006 jih je bilo po številu 70 odstotkov zaprtih, upravljali pa so s 50 odstotki sredstev vseh nepremičninskih skladov.

Kot odgovor na slabosti zaprtih in klasičnih odprtih nepremičninskih skladov se pojavljajo REIT skladi (angl. Real Estate Investment Trust), ki so odprti skladi, a se od klasičnih odprtih nepremičninskih skladov razlikujejo po določenih pravnih značilnostih, ki pogojujejo naložbeno in dohodkovno politiko skladov (REIT skladi morajo običajno izplačati večino, v ZDA npr. več kot 90 odstotkov prihodkov investitorjem, obdavčitev na ravni investitorjev in ne družbe za upravljanje). Pravni okvir delovanja nepremičninskih skladov je po državah različen, kar odseva razdrobljenost globalnega nepremičninskega trga (UBS 2006).

5 REIT nepremičninski skladi

Modeli nepremičninskih skladov REIT so bili doslej uspešni v vseh državah, kjer so njihovo ustanovitev omogočili. Globalno so bili rezultati nepremičninskih skladov doslej pozitivni, tako v smislu njihove donosnosti kakor tudi njihovega učinka na nepremičninski trg (povečan priliv kapitala na nepremičninski trg, dostopnost nepremičnin, naraščanje deleža nepremičnin, s katerim se trguje na trgu kapitala, učinkovitejša alokacija omejenih nepremičninskih kapacitet), kakor tudi učinkov na finančni trg (povečanje alternativnih naložbenih možnosti, poglobljanje finančnega trga, učinkovitejša alokacija finančnih sredstev).

Čeprav se lahko pravne značilnosti REIT skladov med državami pomembno razlikujejo, je za države, ki so jih uvedli skupno naslednje:

- razvit delniški trg,
- velik nepremičninski trg, ki znaša vsaj 50 odstotkov BDP države,
- pred uvedbo REIT skladov že nekaj časa uspešno posredno nepremičninsko investiranje (v obliki odprtih in zaprtih skladov),
- velik interes institucionalnih investitorjev za naložbe v nepremičnine, kar zagotavlja konstanten priliv denarja v sklade.

Nepremičninske skladi REIT so se najprej pojavili v ZDA (leta 1960), v EU so jih najprej uvedli na Nizozemskem (1969). Med evropskimi državami REIT skladi delujejo na

Tabela 7: Najpomembnejše značilnosti delujočih REIT oblik nepremičninskih skladov

Država	ZDA	Nizozemska	Belgija	Francija	Velika Britanija
Lokalno poimenovanje	Real Estate Investment Trust (REIT)	Fiscale Beleggingsinstelling (FBI)	Sociétés d'Investissements à capital fixe en Immobilière (SICAFI)	Sociétés D'Investissements Immobiliers cotées (SIIC)	Property Investment Funds (PIF)
Začetek	1960	1969	1995	2003	2007
Pravna oblika	delniška družba	družba z omejeno odgov.	družba z omejeno odgov.	delniška družba	delniška družba
Borzna kotacija	ni obvezna, običajno da	ni obvezna, običajno da	obvezna	obvezna	obvezna
Posebni davčni status	vsako leto pridobiti na novo	vsako leto pridobiti na novo	vsako leto pridobiti na novo	vsako leto pridobiti na novo	vsako leto pridobiti na novo
Naložbene omejitve	min. 75 % v nepremičnine, državne VP in gotovina	100 % v nepremičnine z dohodki od najemnin	100 % v nepremičnine, max. 20 % v eno nepremičnino	80 % v nepremičnine z dohodki od najemnin, 20 % v drugačne naložbe v nepremičnine	min. 75 % v nepremičnine, max. 40 % v eno nepremičnino
Izplačilo dohodka delničarjem	min. 90 %	min. 95 %	80 % dohodka od najemnin, 50 % dohodka od prodaje nepremičnin	85 % dohodka od najemnin, 50 % dohodka od prodaje nepremičnin	min. 90 %
Obdavčitev	ni obdavčitve na ravni podjetja	ni obdavčitve na ravni podjetja	dohodki od najemnin in prodaje nepremičnin niso obdavčeni	dohodki od najemnin in prodaje nepremičnin niso obdavčeni	tekoči prihodki sklada in dohodki od prodaje nepremičnin niso obdavčeni

Nizozemskem, v Belgiji, Franciji, Veliki Britaniji, Italiji, Luksemburgu, Španiji, Grčiji in Bolgariji, v letu 2007 pa jih bodo, če bo doseženo politično soglasje, uvedli tudi v Nemčiji.⁷

V tabeli 7 so predstavljene nekatere temeljne značilnosti REIT skladov v ZDA in najuspešnejših REIT trgov v Evropski uniji.

Glede na strukturo naložb ločimo med tremi oblikami REIT skladov: i) lastniškimi REIT skladi, ki nalagajo v nepremičnine, jih nato dajejo v najem, leasing, renovirajo oziroma izboljšujejo njihovo kvaliteto in nudijo storitve najemnikom, ii) hipotekarnimi REIT skladi, ki večino sredstev naložijo v hipotekarno zavarovane vrednostne papirje (hipotekarne obveznice in s hipotekami zavarovane vrednostne papirje) ali posojajo denar lastnikom nepremičnin in nepremičninskim podjetjem (hipotekarna posojila), iii) hibridnimi REIT skladi, ki imajo svoja sredstva razpršena tako v nepremičnine kakor tudi hipotekarne kredite in s hipotekami zavarovane vrednostne papirje.⁸

Prednosti REIT sklada za investitorje so predvsem: i) transparentnost (Delnice sklada kotirajo na borzi, tako da lahko investitorji v realnem času spremljajo vrednost njihove investicije. Tržno vrednotenje premoženja sklada

vsebuje tudi "vnaprejšnjo" informacijo o pričakovani donosnosti nepremičnin sklada.) in ii) velika fleksibilnost naložbe v REIT: na borzi je možno v vsakem trenutku prodati delnice sklada.

Uvedba zakonodaje, ki omogoča ustanovitev REIT skladov, je vselej sprožila obširen prehod obstoječih nepremičninskih skladov (odprtih, zaprtih) v to pravno obliko ter preoblikovanje nepremičnin podjetij v REIT sklad.⁹

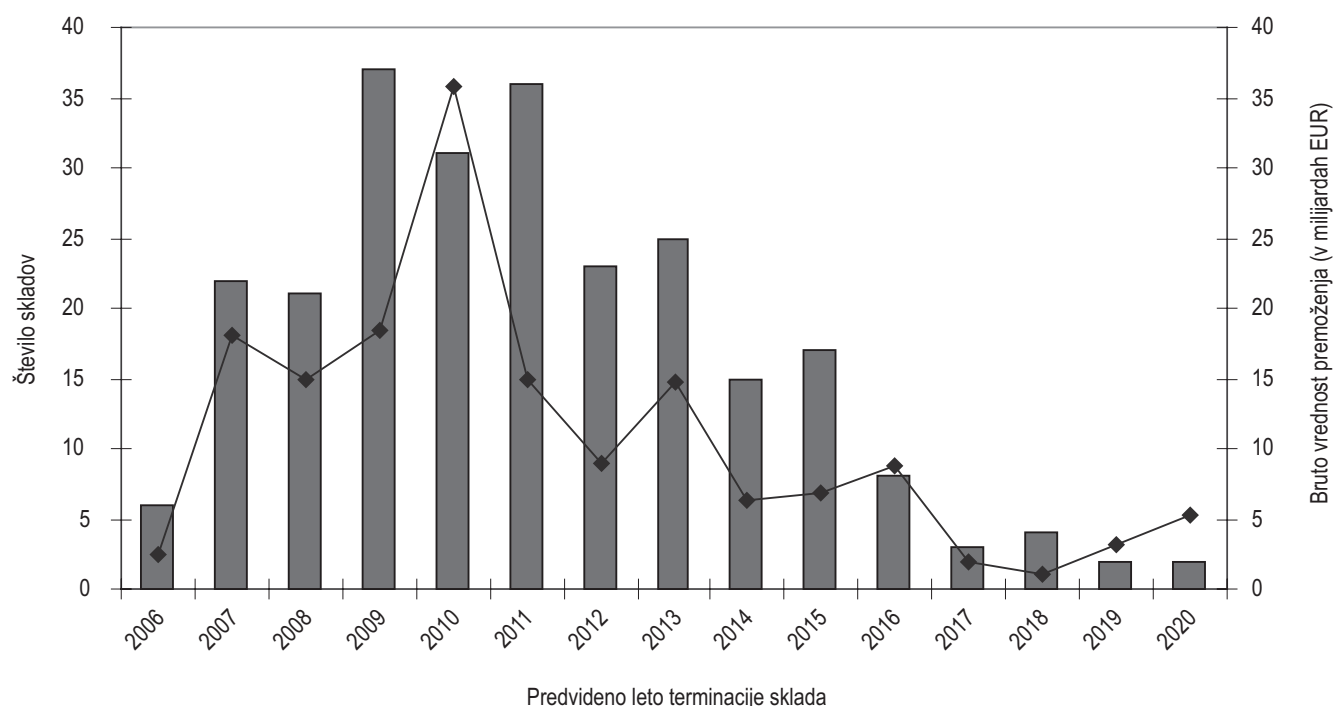
Medtem ko se kuponi odprtih skladov prodajajo po diskontu glede na neto vrednost premoženja,¹⁰ se delnice REIT sklada zaradi tega, ker je večina dohodka sklada izplačana delničarjem, tržijo običajno po ceni, ki je blizu neto vrednosti na enoto premoženja, ta pa lahko zaradi sentimenta na finančnem trgu (ki spreminja razmerje med ponudbo in povpraševanjem po delnicah REIT skladov) v

⁹ Finanzplatz Deutschland, združenje nemških finančnih institucij, ocenjuje, da bi uvedba REIT skladov v Nemčiji na (javni) nepremičninski trg do leta 2010 privabila do 127 milijard EUR novih nepremičnin. Od tega približno 50 odstotkov svežega premoženja s preoblikovanjem nepremičnin podjetij v REIT sklade, 25 odstotkov s preoblikovanjem obstoječih nepremičninskih skladov v REIT sklade ter 25 odstotkov novih stanovanjskih nepremičnin.

¹⁰ Vrednost enote premoženja je enaka čisti vrednosti sredstev na enoto premoženja. Posebnost nepremičninskih vzajemnih skladov (glede na vzajemne sklade, ki med sredstvi nimajo nepremičnin) je v relativno velikih transakcijskih stroških upravljanja s premoženjem sklada. Nakup ali prodaja enote premoženja nepremičninskega sklada zato ne more potekati po čisti vrednosti sredstev na enoto premoženja, saj bi le v tem primeru ta transakcija potekala v škodo obstoječim investitorjem. Ustrezna cena za enoto premoženja je zato ob nakupu enaka čisti vrednosti na enoto premoženja, povečani za proporcionalen delež stroškov pridobitve novega premoženja.

⁷ REIT skladi so izredno uspešni tudi v Kanadi, Avstraliji, uveljavljajo pa se tudi v azijskih državah (na Japonskem, v Hong Kongu, Južni Koreji, Maleziji in Singapurju). Po tržni kapitalizaciji je bil sredi leta 2006 največji avstralski sklad Westfield Group, ki je upravljal s 17,9 milijarde USD.

⁸ Po oceni ameriškega združenja REIT skladov, NAREIT, je v ZDA 91 odstotkov tržne kapitalizacije vseh REITov predstavljajo lastniški REIT skladi, 7 odstotkov hipotekarni in 2 odstotka hibridni.

Slika 4: Predvidena terminacija nepremičninskih skladov v Evropi

Vir podatkov: INREV.

določenih trenutkih ne doseže ali pa preseže to vrednost.¹¹ Nepremičninska podjetja in zaprti skladi v kontinentalni Evropi, s katerih delnicami se je trgovalo na borzi, so se v povprečju med letoma 2000 in 2004 tržila po diskontu, ki se je gibal od 30 do 3 odstotkov. Preoblikovanje ali pa že anticipacija preoblikovanja nepremičninskega podjetja ali sklada v REIT nepremičninski sklad je vselej zmanjšala diskonte ali pa dvignila ceno delnic nad neto vrednost sredstev na enoto premoženja.¹²

Pomanjkljivost REIT skladov je v tem, da lahko njihove delnice postanejo zelo volatilne. Cena delnic se lahko "odlepi" od osnove njihovega vrednotenja, tj. cen in dohodka

nepremičnin REIT sklada, in sledi splošnemu borznemu gibanju. Korelacija med tem nepremičninskim naložbenim produktom in preostalimi oblikami finančnih naložb se tako poveča, s čimer se zmanjša diverzifikacijski učinek uvrstitve nepremičninske naložbe v portfelj investitorja. To je nov pojav, ki so ga v letu 2006 prvič zabeležili v ZDA, sprožil pa je odzive tudi na drugih koncih sveta.¹³ Izključitev REIT skladov bi tako lahko zmanjšala dinamiko povpraševanja po REIT delnicah ne zgolj pri institucionalnih investitorjih,¹⁴ temveč tudi pri tistih finančnih investitorjih, ki sledijo gibanjem indeksnim naložbenim strategijam (kot so npr. indeksni skladi, ETFi ipd.).

6 Življenjski cikel nepremičninskih skladov

Odločitev o izboru pravne oblike (kadar zakonodaja omogoča različne pravne oblike nepremičninskih skladov) ob ustanovitvi je odvisna od ciljne skupine investitorjev (tveganje in pričakovana donosnost; institucionalni investitorji ali zasebni investitorji), strategije zaprtja sklada, tržnih razmer na nepremičninskem in finančnem trgu in drugih dejavnikov. Zaprti nepremičninski sklad ima najkrajši življenjski cikel, odprti in REIT sklad pa imata teoretično neomejeno trajanje.

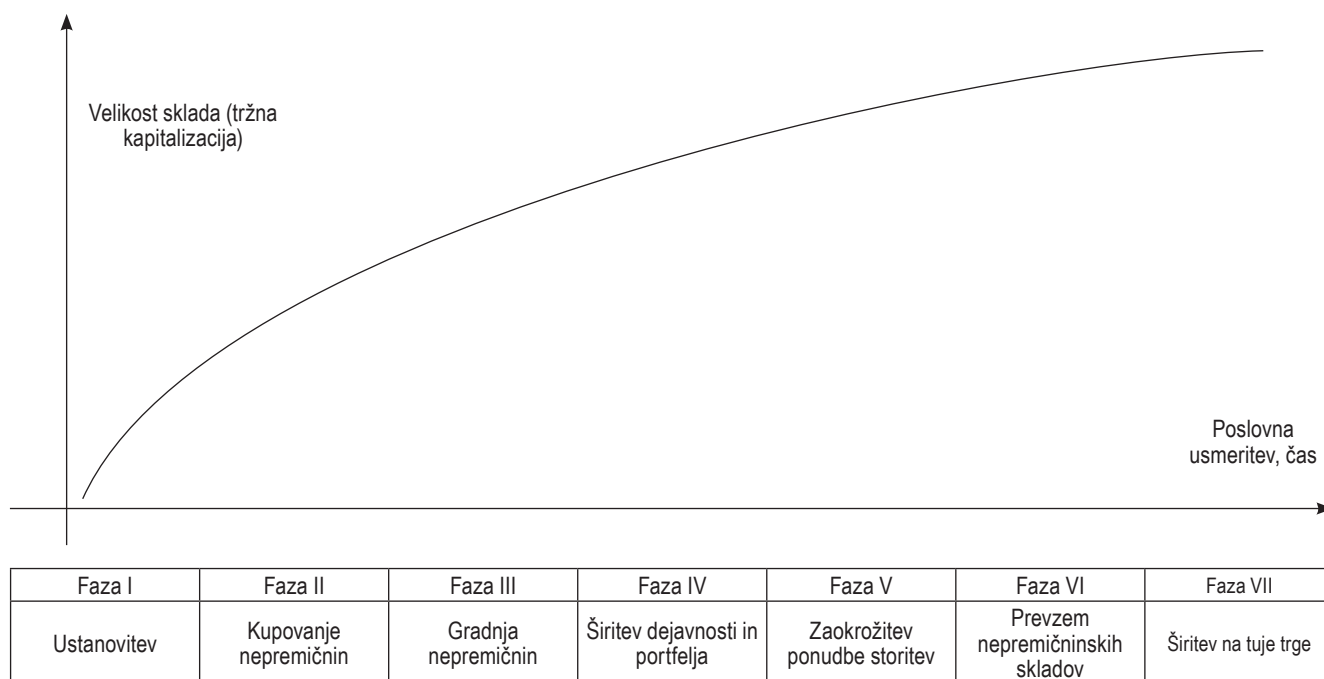
¹¹ Po podatkih Business Week (2007) se ameriški REIT skladi trenutno tržijo po 7-odstotni premiji glede na vrednost premoženja sklada. Cena delnic REIT skladov lahko ohranja svojo premijo le, če njihova cena raste hitreje kot vrednost premoženja sklada. Velik interes institucionalnih investitorjev in premožnih vlagateljev, ki so največji povpraševalci po nepremičninskih skladih po svetu, zagotavljajo konstanten pritok sredstev v sklade oziroma povpraševanje po delnicah REIT skladov, kar dodatno prispeva k velikosti premije nad neto vrednostjo premoženja sklada. Velika globalna finančna podjetja, banke in zavarovalnice, kot so UBS, CreditSuisse, Deutsche Bank, Allianz, tako svojim komitentom predlagajo naraščajoče deleže premoženja v nepremičninskih naložbenih oblikah. Raziskava The Russell Survey on Alternative Investing ugotavlja, da evropski upravitelji premoženja za leto 2007 predlagajo v povprečju 10 odstotkov neposrednih ali posrednih nepremičninskih naložb v celotnem portfelju.

¹² Takšen primer so francoski nepremičninski skladi in nepremičninska podjetja, katerih cena delnic se je v omenjenem obdobju povprečno trgovala s 25-odstotnim diskontom, po uvedbi REIT skladov (v katere so se številna nepremičninska podjetja in skladi preoblikovali) pa se trgujejo po premiji.

¹³ Deutsche Börse tako razmišlja, da bi izločila iz svojih borznih indeksov nepremičninska podjetja, ki se bodo ob uvedbi REIT skladov v Nemčiji preoblikovala v to obliko nepremičninskega sklada.

¹⁴ Delež institucionalnih investitorjev v REIT skladih je prevladujoč (npr. v letu 2006 v ZDA 70 odstotkov, 15 odstotkov je bil delež zasebnih investitorjev in 15 odstotkov delež tujih investitorjev).

Slika 5: Tipični življenjski cikel nepremičninskega sklada



Vir: Roland Berger (2006).

Ob izteku oziroma dospelosti sklada obstajajo zanj štiri izhodne strategije (INREV):

- terminacija sklada, kot je bilo predvideno ob ustanovitvi sklada – premoženje sklada se proda in izkupiček izplača investitorjem;
- podaljšanje obstoja sklada;
- ustanovitev novega sklada (angl. *roll-over*) z istimi investitorji;
- IPO – uvrstitev sklada na organiziran trg vrednostnih papirjev.

V Evropi se nepremičninski skladi s strategijo "core" in oportunistno strategijo trenutno največ odločajo za podaljšanje obstoja sklada, medtem ko lastniki skladov s strategijo "value added" preferirajo terminacijo sklada. Do leta 2015 bo po načrtih upraviteljev nepremičninskih skladov večina že prenehala poslovati (slika 4).

Običajna življenjska pot nepremičninskega sklada se po ustanovitvi začne z oblikovanjem naložbenega portfelja nepremičnin. Dohodek sklada v tej fazi tvorijo najemnine in rast cen nepremičnin. Del dohodka, ki ni izplačan investitorjem, lahko sklad nameni nakupu novih nepremičnin, financiranju nove gradnje ali opremljanju in izboljšanju kakovosti obstoječih nepremičnin v portfelju, s ciljem povečanja cene nepremičnin. Zaprti sklad je v tej fazi zaradi svojih značilnosti omejen s pritokom svežega kapitala obstoječih ali novih investitorjev, zato se lahko njegovi lastniki odločijo v določenem trenutku, najpogosteje ob dospelosti sklada, za preoblikovanje v odprt ali REIT sklad (kjer zakonodaja to omogoča). Pritok svežega kapitala omogoči širjenje

portfelja in ponudbo dodatnih produktov, kot so posojila, lizing, emisija in trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti na nepremičnine, prevzem drugih nepremičninskih skladov in nepremičninskih podjetij ipd. Ko so izčrpane možnosti za širitev in iskanje donosnosti na domačem trgu, lahko sledi širitev sklada v tujino, z ustanovitvijo pravne entite v tuji državi ali pa neposredno z razpršitvijo naložbenega portfelja v tujino (slika 5).

Sklep

Nepremičninski skladi so v tujini uveljavljena oblika finančnih naložb, za katere se odločajo tako posamezniki in podjetja kakor tudi institucionalni investitorji. Večina držav po svetu pozna zaprte in odprte nepremičninske sklade, na razvitih finančnih trgih pa ob tem pogosto obstajajo tudi REIT nepremičninski skladi.

Odločitev o izboru pravne oblike ob ustanovitvi (kadar zakonodaja omogoča različne pravne oblike nepremičninskih skladov) je odvisna od ciljne skupine investitorjev (tveganje in pričakovana donosnost; institucionalni investitorji ali zasebni investitorji), strategije zaprtja sklada, tržnih razmer na nepremičninskih in finančnih trgih in drugih dejavnikov. Zaprti nepremičninski sklad ima najkrajši življenjski cikel, odprti sklad in REIT sklad pa imata teoretično neomejeno trajanje. Uvedba zakonodaje, ki omogoča ustanovitev REIT skladov, je vselej sprožila obširen prehod obstoječih nepremičninskih skladov (odprtih, zaprtih) v to pravno obliko ter preoblikovanje nepremičnin podjetij v REIT sklad. Pomanjkljivost REIT skladov je ta, da lahko njihove delnice postanejo zelo volatilne. Cena delnic se lahko "odlepi" od osnove njihovega vrednotenja, tj. cen in dohodka nepremič-

nin REIT sklada, in sledi splošnemu borznemu gibanju. Korrelacija med tem nepremičninskim naložbenim produktom in ostalimi oblikami finančnih naložb se tako poveča, s čimer se zmanjša diverzifikacijski učinek uvrstitve nepremičninske naložbe v portfelj investitorja.

Slovenska zakonodaja (še) ne omogoča ustanovitve nepremičninskih skladov. Na tem področju gotovo veliko zamujamo, privlačnost skladov pa je največja prav v obdobju rastočih cen nepremičnin. Od uvedbe skladov v Sloveniji bi lahko pričakovali kar nekaj pozitivnih učinkov: globalno so bili rezultati nepremičninskih skladov doslej pozitivni v smislu njihove donosnosti, njihovega učinka na nepremičninski trg (povečan priliv kapitala na nepremičninski trg, dostopnost nepremičnin, naraščanje deleža nepremičnin, s katerim se trguje na trgu kapitala, učinkovitejša alokacija omejenih nepremičninskih kapacitet), kakor tudi učinkov na finančni trg (povečanje alternativnih naložbenih možnosti, poglobljanje finančnega trga, učinkovitejša alokacija finančnih sredstev).

Literatura:

1. Business Week (2007). *Have REITs Lost Their Footing?* January 29, 2007.
2. Clayton, J. in G. MacKinnon (2001). The Time-Varying Nature of the Link between REIT, Real Estate and Financial Asset Return. *Journal of Real Estate Portfolio Management* 7 (1): 43–55.
3. DEGI – Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds (2006). Die Asset-Klasse Immobilien und ihre Ableitung: Immobilienindex-Derivate. *Immobilien FOKUS*, Juli 2006.
4. Eurohypo (2006). Germany REITs: Germany joining the party. *Real Estate Agenda*. Issue 4.
5. Gilberto, M. in A. Mengden (1996). REITs and Real Estate Two Markets Re-examined. *Real Estate Finance* 13 (1): 56–60.
6. Gordon, N. Jacques (2003). The big picture: Global economics and property markets. V *The compendium of real estate papers*. London: Investment Property Databank, Ltd.
7. Roland Berger (2006). *REITs – Chances for the German real estate and financial markets*. Dosegljivo: http://www.rolandberger.ru/expertise/en/html/publications/2006-10-12-REITs_Chances_for_the_German_real_estate_market.html.
8. UBS (2006). *Global real estate investment – vol II., The world is becoming flatter*. Dosegljivo: <http://www.ubs.com/1/e/globalam/gre.html>.