

Razvoj nepremičninskih skladov na hrvaškem finančnem trgu (2)

*Zdenko Prohaska in Davor Jagodić**

REAL-ESTATE FUNDS EMERGE IN CROATIA'S FINANCIAL MARKET

Direct investing in real estate implies buying of physical property with all rights and obligations emerging from ownership. Exposing to real estate investment in direct way includes unfavorable investment characteristics which may be overcome with indirect ownership through the investment in marketable investment units of real estate funds. Real estate funds are collective investment schemes that facilitate the channeling of funds in various real estate investment activities. Experience of numerous states with developed real estate funds industry emphasizes importance of designing regulatory frameworks that are supportive of investment. Regulatory provisions in the Republic of Croatia dictate founding of real estate funds exclusively in form of public closed-end fund. Croatian closed-end funds are public joint stock companies with various operational restrictions and not tax exempt unlike open-ended funds designed for investing in other asset classes. Unclear investment profile of regulated real estate funds and absence of tax transparent real estate investment vehicles are main reasons for the negative market trends, visible through reduction in number of active funds.

Keywords: indirect real estate market, institutional investors, real estate funds, tax transparent investment vehicles
JEL G24 L85 R21

Najpomembnejše regulatorno vprašanje za nepremičninske sklade je njihova davčna ureditev. V pravnih sistemih, v katerih spodbujajo naložbe v nepremičnine, imajo ti skladi odobrena davčna pooblastila, povezana z izpolnjevanjem zahtev investicijskega regulatornega okvira. Številne države so zaradi spodbujanja naložb v nepremičnine regulirale davčno transparentne nepremičninske investicijske instrumente¹.

4. Skladi za naložbe v nepremičnine v Republiki Hrvaški

Za finančni sistem Republike Hrvaške je značilna dominantna vloga bančnega sektorja. Banke so najpomembnejše finančne institucije na trgu, bančni krediti pa najpomembnejši vir financiranja ekonomskih dejavnosti.

Nedepozitni sektor je relativno majhen in nezadostno diverzificiran, sestavljen pa je iz pokojninskih skladov, zavarovalnih družb, investicijskih skladov in borznih družb. Zakonski pogoji za ustanavljanje naložbenih skladov v Republiki Hrvaški so bili izpolnjeni decembra leta 1995, ko je začel veljati zakon o naložbenih skladih. Spremembe in dopolnitve zakona so bile sprejete leta 1996 in 2001, nato pa je leta 2004 prišlo do ustanovitve prvega specializiranega sklada za naložbe v nepremičnine. Poslovanje nepremičninskih naložbenih skladov v Republiki Hrvaški je sicer opredeljeno s predpisi, ki določajo način njihovega organiziranja, ponudbo in prodajo delnic, objekte in omejitve naložb, izračune in objavo poslovnih rezultatov ter druge značilnosti, po katerih se ti skladi razlikujejo od drugih vrst naložbenih skladov.

* Dr. Zdenko Prohaska, redni profesor na Ekonomski fakulteti Univerze v Reki, in mag. Davor Jagodić, direktor Nekton d.o.o., razvojno svetovanje investicijskih projektov z nepremičninami. Članek je del znanstveno-raziskovalnega projekta „Hrvatska financijska tržišta i institucije u procesu uključivanja u EU“ Ministrstva za znanost, izobraževanje in šport Republike Hrvaške.

¹ Termin se nanaša na različne regulirane oblike investicijskih skladov ali korporacij, ki so oproščeni plačevanja davka.

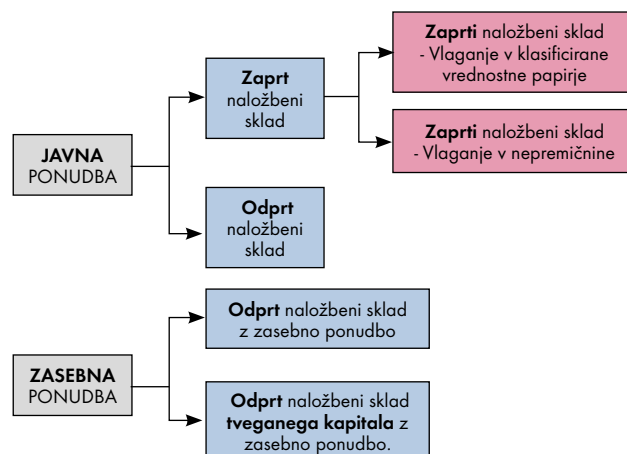
4.1. Regulativa naložbenih dejavnosti nepremičninskih skladov

Okvir poslovanja naložbenih skladov v Republiki Hrvaški je določen z zakonskimi predpisi in določbami agencije za nadzor finančnih storitev (HANFA), ki regulira in nadzira vse institucije nebančnega segmenta finančnega trga. Zakon o naložbenih skladih Republike Hrvaške priznava za sklad vsak pravni subjekt z družbenim ali zasebnim premoženjem, ki ponuja sodelovanje na podlagi zbiranja gotovinskih vlog. Poleg tega morajo imeti vlagatelji izrecno namero vlaganja več kot 60 % teh vlog v portfelj vrednostnih papirjev, denarnih depozitov in drugih oblik premoženja. Naložbeniki v tem okviru nimajo dnevnega nadzora nad sprejemanjem odločitev o naložbah, osnovni cilj sodelovanja pa je, da se jim zagotovi ustrezen donos na njihove naložbe.

Zaprti naložbeni sklad je po določbah zakona o naložbenih skladih delniška družba, ki jo ustanovi in z njo upravlja družba za upravljanje pod kontrolo nadzornega organa. Zaprti sklad se ukvarja z zbiranjem denarnih sredstev prek javne ponudbe svojih neomejeno prenosljivih delnic in naložb teh sredstev ob upoštevanju diverzifikacijskih načel. Na drugi strani predstavljajo odprti naložbeni skladi zasebno premoženje, ki ga ob odobritvi nadzornega organa ustanovi družba za upravljanje, ki zbira denarna sredstva prek ponudbe deleža v skladu. Imetniki deleža v odprtem skladu imajo v vsakem trenutku pravico zahtevati izplačilo deleža in tako izstopiti iz sklada. V skladu z regulatornimi določili pa so zaprti investicijski skladi v Republiki Hrvaški pravne osebe, medtem ko odprti skladi predstavljajo zasebno premoženje.

Vsi skladi morajo biti pooblašteni za zasebno ali javno ponudbo. Javna ponudba je definirana kot brezpogojni poziv za nakup deleža ali delnic s strani nedoločenega števila oseb. Zasebna ponudba na drugi strani predstavlja brezpogojni poziv za nakup deleža ali delnic v skladu za omejeno število oseb. HANFA lahko glede na namero javne ali zasebne ponudbe naložbenih deležev odobri ustanovitev različnih vrst naložbenih skladov (slika 1). Zakon o naložbenih skladih predvideva, da lahko premoženje zaprtega naložbenega sklada z javno ponudbo vključuje nepremičnine, medtem ko za odprte sklade takšna možnost ni predvidena. Odprti skladi v skladu s temi določbami zakona zato ne smejo naložb plasirati v nepremičnine. Zaprti naložbeni sklad lahko z javno ponudbo, ki v skladu z določbami prospekta in statuta najmanj 60 % neto premoženja sklada naloži v nepremičnine, pridobiva nepremičnine pod pogoji, ki jih določa zakon. Značilno za druge podvrste zaprtih naložbenih skladov je, da družba za upravljanje v njihovem imenu in za njihov račun nalaga sredstva v različne oblike premoženja. Za zaprti naložbe-

Slika 1: Vrste naložbenih skladov v Republiki Hrvaški



Vir: Avtorja članka

ni sklad z vlaganjem v nepremičnine pa velja, da mora največji del svoje neto vrednosti premoženja nalagati v nepremičnine. Poleg tega mora imeti takšen sklad v svojem podjetju obvezno naziv "zaprti naložbeni sklad z javno ponudbo za naložbe v nepremičnine" (Čulinović-Herc, 2007, str. 91).

Možnost ustanavljanja nepremičninskih skladov izključno v zaprti obliki je odločilnega pomena za razvoj takšne vrste skladov na hrvaškem trgu, kar določa njihov davčni status. Zaprti naložbeni skladi so organizirani kot trgovinske delniške družbe, za katere veljajo določila zakona o plačevanju davka na dobiček, v nasprotju z odprtimi skladi, ki v skladu z določili tega zakona niso obvezni plačevati davka na dobiček.

Sklad lahko nepremičnine pridobiva v Republiki Hrvaški in v tujini na podlagi recipročnosti, potem ko jih predhodno oceni pooblašteni cenilec in pod pogojem, da cena ne presega ali da samo malenkostno presega ocenjeno vrednost nepremičnine. Posamezne nepremičnine v trenutku pridobivanja ne smejo presegati 20 % neto vrednosti premoženja sklada, najmanj 50 % neto vrednosti premoženja pa morajo predstavljati nepremičnine v Republiki Hrvaški. Nepremičninski sklad lahko vloži največ 15 % neto vrednosti premoženja v vrednostne papirje enega izdajatelja, največ 10 % neto vrednosti premoženja sklada v finančni izvedeni instrument ali certifikate, katerih cena temelji na nepremičninah,² največ 20 % neto vrednosti premoženja pa v deleže ali delnice drugih nepremičninskih skladov. Omejeno je tudi nalaganje v delnice s pravico glasu enega izdajatelja in obveznice iste izdaje obveznic, ki jih lahko ima nepremičninski sklad v svoji posesti v višini 25 % posamezne izdaje.

Nepremičnine, ki jih lahko investicijski sklad pridobiva za naložbe v nepremičnine, so:

- stanovanjske ali poslovne zgradbe s pripadajočim zemljiščem;
- zemljišča, na katerih se gradi, če gradbeni načrt ustreza pogojem gradnje stanovanjskih in poslovnih zgradb in če se lahko na podlagi objektivnih kriterijev računa na konec gradnje v primernem roku ter če stroški za zemljišče ne presegajo skupaj 20 % neto vrednosti premoženja sklada;
- neizkoriščena zemljišča, na katerih je v skladu z veljavnimi predpisi lokalne in regionalne samouprave dovoljena gradnja stanovanjskih ali poslovnih zgradb oziroma zgradb ali orodij, potrebnih za izvajanje določenih dejavnosti, in zato predvidena za lastno gradnjo;
- kmetijska zemljišča;
- druge naložbe v nepremičnine, če je to posebej predvideno v statutu in prospektu sklada.

Pravilnik, s katerim se urejajo naložbe zaprtih naložbenih skladov z javno ponudbo v nepremičnine, dopolnjuje zakonske določbe tako, da prepoveduje, da bi bil sklad za nepremičnine investitor, izvajalec ali drug udeleženec v gradnji. Ta določba je pomembna za hrvaški regulatorni okvir nepremičninskih skladov in uvršča Hrvaško v krog držav, ki poskušajo z zakonskimi omejitvami ustvarjati finančne instrumente z nizkim tveganjem. Tako se poskuša doseči dolgoročno investiranje v nepremičninske portfelje. Skladi morajo biti uvrščeni v borzno kotacijo za zaprte naložbene sklade, ki naložbenikom omogočajo različne informacije o neto vrednosti premoženja sklada, datumu vrednotenja neto premoženja in velikosti popusta ali premije borzne cene v razmerju do neto vrednosti premoženja. Ob kotaciji morajo skladi spoštovati tudi določila zakona, ki se nanaša na popolno, resnično in transparentno poročanje, ki naj bi olajševalo sprejemanje ustrezne naložbene odločitve. Javno objavljeni podatki morajo naložbenikom pomagati pri ocenjevanju premoženja in obveznosti, finančnega položaja ter pravic iz naslova vrednostnih papirjev.

Poslovni rezultati naložbenih skladov se poleg poslovnega rezultata po računovodskih kriterijih merijo z gibanjem vrednosti premoženja sklada, ki se vrednoti na podlagi regulirane naložbene zakonodaje. Zakon o naložbenih skladih in ustrezni pravilniki natančno definirajo pojme in metode, ki so povezani z valorizacijo premoženjskih portfeljev sklada. Družba za upravljanje skladov mora obvezno izračunavati neto vrednost premoženja skladov najmanj enkrat na mesec. Neto vrednost premoženja sklada predstavlja vrednost premoženja sklada (naložbe povečane za kratkoročno premoženje), zmanjšano za obveznosti sklada. Določa se tudi neto vrednost premoženja posamezne delnice sklada, in sicer s sorazmernim razporejanjem kunske vrednosti neto premoženja sklada

na vse izdane delnice sklada do dneva vrednotenja. Nepremičnina se na začetku vrednoti po nabavnih stroških, ki vključujejo vse transakcijske stroške, oziroma po nakupni ceni, povečani za vse povezane neposredne stroške pridobivanja nepremičnine. Premoženjske transakcije in obveznosti sklada se v poslovnih knjigah evidentirajo na podlagi urejenih in verodostojnih knjigovodskih izkazov o vrednosti transakcije po tržnih pogojih. Tako velja, da cena transakcije ne odstopa od značilne cene na aktivnem trgu, če bistveno ne odstopa od ocenjene vrednosti. Ocena nepremičnine temelji na najmanj treh neodvisnih ocenah pooblaščenih cenilcev.

Revalorizacija nepremičnine se mora izpeljati vsako trimesečje, po potrebi pa tudi pogostejše, kolikor se knjigovodska vrednost pomembno razlikuje od poštene vrednosti, ki odseva tržne pogoje. Potrjevanje poštene vrednosti se izvaja na podlagi najmanj treh ocen cenilcev. V primeru pomanjkljivosti trenutne cene na aktivnem trgu lahko družba kot vir za določanje poštene cene uporabi trenutno ceno na aktivnem trgu nepremičnin druge vrste, stanja ali lokacije. Prav tako lahko uporabi zadnjo ceno bistveno podobnih nepremičnin na manj aktivnih trgih ali druge tehnične ocene poštene vrednosti s pomočjo metode prihodkov ali metode amortiziranega zamenljivega stroška.³

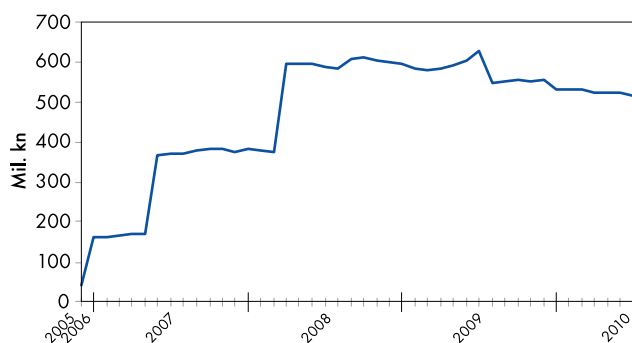
4.2. Kazalniki razvoja nepremičninskih skladov v Republiki Hrvaški

Po dopolnitvi zakona o naložbenih skladih leta 2001 je bil novembra 2004 ustanovljen prvi sklad za naložbe v nepremičnine v Republiki Hrvaški. V obdobju visoke rasti hrvaškega trga kapitala (do konca prve polovice leta 2008) je bilo ustanovljenih še šest skladov s ciljem pretežnih naložb v nepremičnine, kar pomeni skupaj sedem skladov. Skladi so bili ustanovljeni po naslednjem kronološkem vrstnem redu: Terra Firma, Terra Mediterranea, Jadran Kapital, Fima Proprius, Učka-Marjan, Quaestus Nekretnine in Hpb Real. Družba za upravljanje s skladi Terra Invest je edina družba, ki je ustanovila in upravljala dva sklada (Terra Firma, Terra Mediterranea), v lastniški strukturi pa so bili najbolj zastopani slovenski naložbeniki. Od druge polovice leta 2008 je prisotna sprememba trenda, saj se je število skladov zmanjšalo zaradi transformacije skladov za naložbe v nepremičnine v naložbene delniške družbe (Učka-Marjan, Terra Firma, Terra Mediterranea). Po podatkih HANFE⁴ je skupno neto premoženje šestih

² Finančni izvedeni instrumenti ali certifikati morajo biti v prospektu navedeni, izdajatelj teh instrumentov ali certifikatov pa mora pridobiti dovoljenje hrvaške regulatorne agencije (HANFA).

³ Metodologija valorizacije premoženja skladov je natančno predpisana s pravilnikom o določanju vrednosti premoženja naložbenega sklada in izračunu neto vrednosti premoženja po deležu ali po delnici naložbenega sklada.

Graf 1: Gibanje neto premoženja nepremičninskih skladov (od 2005 do junija 2010)

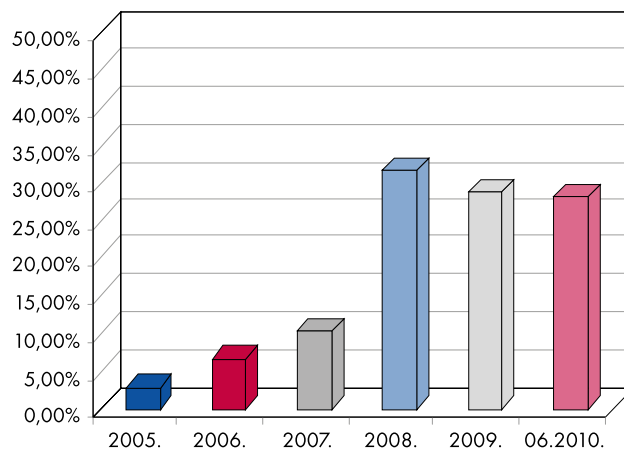


Vir: HANFA

aktivnih zaprtih naložbenih skladov z javno ponudbo za naložbe v nepremičnine znašalo 515,27 mio kun (junija 2010).⁵ Za gibanje skupnega neto premoženja je značilna skokovita rast do junija leta 2009, ko je začela vrednost premoženja pomembneje padati do najnižje vrednosti junija 2010. Po ustanovitvi prvega sklada (Terra Firma) je bilo skupno neto premoženje 44,04 mio kun, in sicer na koncu leta 2005. V obdobju do aprila 2007 (sklada Jadran Kapital in Terra Mediterranea sta bila ustanovljena med letom 2006) se je premoženje povečalo na 170,05 mio kun. Z začetkom delovanja sklada Fima Proprius maja 2007 je bilo skupno neto premoženje 366,04 mio kun. Z ustanovitvijo sklada Učka-Marjan avgusta 2007 se je vrednost povečala na 378,03 mio kun. Do najpomembnejšega povečanja skupnega neto premoženja je prišlo marca 2008 (takrat je začel delovati sklad Quaestus Nekretnine), ko je bilo premoženje vredno 596,7 mio kun. Vrednost premoženja je septembra 2008 znašala 612,15 mio kun (sklad HPB Real je začel delovati avgusta tega leta). Julija 2009 je prišlo do pomembnega zmanjšanja neto premoženja skladov (549,71 mio kun), in sicer zaradi preoblikovanja skladov Terra Firma in Terra Mediterranea v naložbene delniške družbe (graf 1). Posamezne analize gibanja neto premoženjske vrednosti skladov kažejo, da je prišlo v obdobju od konca leta 2005 do junija 2010 v dvanajstih primerih do povečanja skupnega premoženja zaradi ustanovitve novih skladov na trgu. Skupno povečanje premoženja dejavnih skladov, ki se je povečevalo od ustanovitve dalje do konca opazovanega obdobja, je znašalo 36,99 mio kun, medtem ko je skupno zmanjšanje vrednosti premoženja za aktivne sklade znašalo 58,93 mio kun.

Premoženje nepremičninskih skladov se je kontinuirano povečevalo v skupni vrednosti neto premoženja zaprtih skladov (graf 2). Delež vrednosti premoženja skladov za naložbe v nepremičnine se je povečal z začetnih 2,9 %

Graf 2: Delež neto premoženja nepremičninskih skladov v skupnem neto premoženju zaprtih skladov (2005–junij 2009)



Vir: HANFA

(konec leta 2005) na 28,3 % (junija 2010). Povečanje deleža kaže na trend razvoja zaprtih skladov v Republiki Hrvaški v smeri naložbenih skladov, namenjenih za naložbe v manj likvidne premoženjske oblike.

Od skupne neto premoženjske vrednosti skladov v višini 515,27 mio kun je bilo v nepremičnine vloženo 72,1 % oziroma 371,73 mio kun (junij 2010). V primerjavi s stanjem konec prvega polletja 2009 je bilo opaziti veliko povečanje deleža nepremičnin v portfeljih skladov, in sicer s 50,3 % na 72,1 % skupne neto premoženjske vrednosti skladov (Jagodić, 2009, str. 151).

Največ premoženja med skladi s pretežnimi naložbami v nepremičnine je imel sklad Quaestus nepremičnine z neto premoženjem v vrednosti 261,51 mio kun. Vrednost nepremičnin v premoženjskem portfelju je znašala 182,15 mio kun ali 69,7 %. Drugi po vrednosti premoženja je bil sklad Fima Proprius. Neto premoženje sklada je bilo vredno 150,45 mio kun, v nepremičnine pa je bilo vloženo 131,42 mio kun ali 87,4 %. Od 71,84 mio kun neto premoženja sklada Jadran Kapital je bilo v nepremičnine plasirano 58,16 mio kun ali 70,71 % premoženja. HPB Real je razpolagal z neto premoženjem v vrednosti 31,47 mio kun. Sklad od ustanovitve maja leta 2008 dalje ni vlagal v nepremičnine in je v likvidacijskem postopku. Podatke o strukturi vlaganj po vrstah nepremičnin mesečno objavlja samo sklad Quaestus nepremičnine, ki razpolaga z nepremičninskim portfeljem gradbenih zemljišč v vrednosti 76,96 mio kun (42,3 %), kmetijskih zemljišč v vrednosti 20,51 mio kun (11,3 %) in gradenj za poslovne namene v

⁴ Hanfa mesečno objavlja vrednosti neto premoženja investicijskih skladov od januarja 2007 dalje. Vrednosti za leta 2005 in 2006 se nanašajo na konec leta.

⁵ 1 € = 7,41 hrvaških kun (25. 01. 2011.).

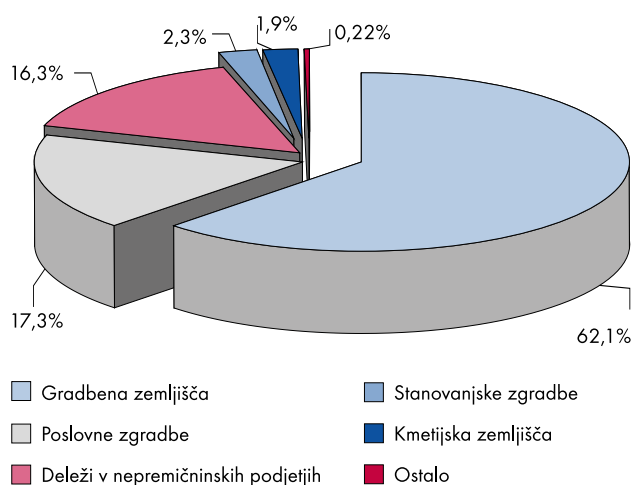
vrednosti 84,68 mio kun (46,4 %).

Opravljen raziskava v letu 2009 je potrdila, da je bilo največ premoženja nepremičninskih skladov v Republiki Hrvaški naloženo v gradbena zemljišča (ibid. str. 153). Pomembne deleže v nepremičninskem portfelju so imele poslovne zgradbe in deleži v nepremičninskih podjetjih, medtem ko je bila vrednost naložb v rezidenčne nepremičnine in kmetijska zemljišča neznatna (graf 3). Največji delež gradbenih zemljišč kaže začetno usmerjenost naložbenih strategij do gradnje novih objektov. S kasneje sprejetim pravilnikom o naložbah je bila odpravljena možnost, da se skladi v procesu gradnje pojavljajo kot investitorji, kar pojasnjuje relativno visok delež vrednosti v nepremičninskih podjetjih. Delež premoženja v poslovnih zgradbah je relativno majhen glede na strukturo premoženja skladov iz držav z razvitimi trgi komercialnih nepremičnin. Usmerjenost k realizaciji donosov z gradnjo novih objektov in h kapitalnim dobičkom od rasti vrednosti nepremičnin, le manj pa od bolj zanesljivih donosov od oddajanja, je značilna za številne trge v razvoju. Razumemo jo lahko kot posledico dolgoletnega obdobja rasti cen na trgih tranzicijskih držav, kar je značilno tudi za hrvaški trg, na katerem je prihajalo v daljšem obdobju do visokih letnih stopenj rasti nepremičninskih cen. Padec nepremičninskih cen v Hrvaški je bil posledica globalnih recesijskih gibanj in poteka od druge polovice leta 2008 dalje. Zaradi velikega zmanjšanja donosa od gradbenih aktivnosti in kapitalskih dobičkov lahko v portfeljih skladov pričakujemo nadaljnjo preusmeritev naložbenih strategij k povečevanju deleža poslovnih nepremičnin, namenjenih za oddajanje.

5. Sklepna razmišljanja

Po nekaj letih od začetka delovanja prvih skladov na hrvaškem trgu je mogoče ugotoviti, da naložbeniki slabo poznajo prednosti naložb v nepremičninske sklade. Pojav nepremičninskih skladov je bil deležen sorazmerno velikega zanimanja med naložbeniki v obdobju inicialnih javnih ponudb delnic skladov, medtem ko je za njihove nadaljnje aktivnosti značilna zelo postopna graditev premoženjskih portfeljev. Do izraza je prišel tudi izostanek donosa na inicialni kapital, predvsem zaradi nizke likvidnosti delnic nepremičninskih skladov na sekundarnem trgu. Zakon o naložbenih skladih, ki velja v Republiki Hrvaški, predpisuje možnost ustanavljanja skladov za naložbe v nepremičnine izključno v organizacijski obliki zaprtega sklada z javno ponudbo. Ta določba zahteva od ustanoviteljev ustanovitev nepremičninskih skladov v obliki javnih delniških družb z omejenimi naložbenimi možnostmi in jih v davčnem pogledu diskriminira v razmerju do odprtih investicijskih skladov, ki so ustanovljeni za naložbe v druge premoženjske oblike. Neusklajenost regulative s tržnimi zahtevami

Graf 3: Struktura nepremičnin v portfeljih nepremičninskih skladov (april 2009)



Vir: Jagodić, 2010

potrjuje trend zmanjševanja števila nepremičninskih skladov. Nadaljnji razvoj nepremičninskih skladov v Republiki Hrvaški je zato mogoče doseči s spremenjeno obstoječo regulativo in uvažanjem davčno transparentnega modela nepremičninskega sklada na hrvaškem finančnem trgu.

LITERATURA IN VIRI/REFERENCES:

1. BIS - Bank for International Settlements (2007): Institutional investors, global savings and asset allocation, CGFS Papers No. 27, Basel.
2. Brounen, D., Veld, H., Raitio, V. (2007): Transparency in the European Non-listed Real Estate Funds Market, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 13, No. 2, str. 107-117.
3. Brown, D. (2006): Investment fund vehicles for pan-European real estate: a technical and commercial review, Briefings in real estate finance, Vol. 2, No. 4, str. 289-301.
4. Čulinović-Herc, E. (2007): Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Vol. 28. No. 1., str. 75-106.
5. Gabrielli, L. (2007): Italian Property Funds: Opportunities for Investors, Journal of Real Estate Literature, Vol. 15, No. 3, str. 399-427.
6. Goetzman, W., Dhar, R. (2005): Institutional Perspectives on Real Estate Investing: the Role of Risk and Uncertainty, Yale ICF Working Paper No. 05-20.
7. Hoesli, M., Lekander, J. (2005): Suggested vs. Actual Institutional Allocation to Real Estate in Europe: A Matter of Size, FAME Research Paper No.149.
8. Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F.J., Gordon, J. N. (2003): Why Real Estate? - An Expanding Role for Institutional Investors, Journal of Portfolio Management, Special Real Estate Issue, str. 12-27.
9. IOSCO (2008): Review of the Regulatory Issues Relating to Real Estate Funds, Report of the technical committee of the International organization of securities commissions.
10. Jagodić, D. (2010): Nekretninski investicijski fondovi - čimbenik razvoja investiranja u nekretnine u Republici Hrvatskoj, magistarski rad, Ekonomski fakultet sveučilišta u Rijeci.
11. Kovačić, D. (2007): Evropski nepremičninski trg, Bančni vestnik, Letnik 56, Št. 9, str. 10-13.