

Razvoj nepremičninskih skladov na hrvaškem finančnem trgu

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

Nepremičnine predstavljajo z naložbenega vidika eno najpomembnejših naložbenih oblik. Seveda pomenijo te investicije za naložbenike določena tveganja, ki so povezana s specifičnimi investicijskimi značilnostmi nepremičnin. Ta tveganja so predvsem odsev potencialne nelikvidnosti in majhne fleksibilnosti v primerjavi s finančnim premoženjem. Te neugodne investicijske značilnosti nepremičnin so osnovni katalizator razvoja posrednih nepremičninskih naložb, ki se nanašajo na kolektivne investicijske instrumente oziroma prenosne vrednostne papirje. Vse večje povpraševanje po posrednih vlaganjih v nepremičnine je v preteklih letih pospešilo razvoj posredniških institucij, ki so specializirane za nepremičninske investicije. Najpomembnejše investicijske finančne institucije na trgu nepremičnin so nepremičninski investicijski skladi. Izkušnje držav z razvito industrijo nepremičninskih skladov dokazujejo pomembnost posebne regulative za razvoj takšnih

skladov. Privlačnost posrednega investiranja v nepremičnine je povezana z določenimi značilnostmi investicijskih instrumentov, ki so vključeni v tržno uspešne modele. Investitorji dajejo prednost likvidnim in davčno transparentnim instrumentom z zgodovinsko stabilnimi donosi. Segment posrednih nepremičninskih naložb v Republiki Hrvaški je v začetni fazi razvoja. Investitorji na hrvaškem finančnem trgu so dobili z uvajanjem nepremičninskih skladov možnost za razpršitev investicijskega portfelja ob sodelovanju pri donosih na podlagi razvoja in upravljanja nepremičninskih projektov. Poslovanje skladov, namenjenih za naložbe v nepremičnine, je določeno s specifičnimi regulatornimi pravili, ki urejajo delovanje takšnih skladov. Čeprav so nepremičninski skladi glede na naravo naložb ločeni od dogajanja na trgu vrednostnih papirjev, so kljub večletnemu trendu rasti vrednosti hrvaških nepremičnin maloštevilni in se zelo počasi razvijajo.

* Dr. Zdenko Prohaska, redni profesor Ekonomske fakultete na reški univerzi, in mag. Davor Jagodić, direktor, Nekton d.o.o., consulting razvoja investicijskih projektov z nepremičninami. Razprava je del znanstveno-raziskovalnega projekta „Hrvatska financijska tržišta i institucije u procesu uključivanja u EU“ Ministarstva znanosti, obrazovanja i športa Republike Hrvatske.

1. Uvod

Razvitost nepremičninskih skladov na posameznih trgih se neposredno kaže v razvitosti komercialnih nepremičnin. Nepremičninski skladi so pomembni institucionalni investitorji z velikim potencialom in močnim vplivom na nepremičninskem trgu. Prisotnost velikih institucionalnih investitorjev je zlasti pomembna za tržne segmente, za katere je značilna visoka posamezna vrednost nepremičnine (veliki prodajni centri, administrativne zgradbe) in ki se zaradi tega pogosto soočajo s pomanjkanjem ponudbe dolgoročnega investicijskega kapitala. Veliki nepremičninski projekti zahtevajo dolgoročen investicijski horizont, ki je značilen za posamezne vrste institucionalnih investitorjev (zavarovalne družbe, pokojninski skladi). Toda te investicijske skupine se težko odločajo za neposredno investiranje predvsem zaradi pomanjkanja specifične investicijske narave nepremičnin. Ravno to je odločilnega pomena za razumevanje vpliva nepremičninskih skladov na nepremičninski trg. Privlačnost teh skladov za različne vrste investitorjev izhaja iz usklajenosti investicijskih značilnosti skladov z investicijskimi potrebami.

2. Nepremičnine v investicijskih portfeljih institucionalnih investitorjev

Dejavnost finančnih institucij obsega ustvarjanje, proizvodnjo in distribucijo finančnih instrumentov. Celotna finančna industrija se deli na tri tipične skupine institucij: depozitne, investicijske finančne institucije (institucionalne investitorje) in finančne posrednike (Orsag, 2003, str. 28). Investicijske institucije v nasprotju z depozitnimi institucijami ne zbirajo denarnih sredstev prek kreditnega mehanizma, pač pa s plačili zavarovalnih premij, vplačili iz naslova pokojninskega zavarovanja ali prek emitiranja sekundarnih vrednostnih papirjev¹. Zavarovalne družbe, pokojninski skladi, investicijske banke in investicijski skladi zbirajo znatna sredstva na trgu, nato pa jih investirajo v različne premoženjske investicije.

2.1. Pomen institucionalnih investitorjev na finančnih trgih

Za vse skupine institucionalnih investitorjev je značilna velikost njihovih investicijskih portfeljev in vse večji pomen na finančnih trgih. Institucionalne investicije so postale v minulih desetletjih dominanten medij varčevanja v številnih razvitih ekonomijah. Delež skupnega premoženjskega portfelja gospodinjestev v upravljanju institucionalnih investitorjev se je v obdobju od leta 1995 do 2005 povečal s 36 % na 44 % (BIS, 2007, str. 2). To povečanje lahko pripišemo različnim dejavnikom ponudbe in povpraševanja,

ki povečujejo zanimivost teh finančnih institucij za različne skupine investitorjev. Ponudbeni dejavniki ustvarjajo vtis, da so finančne storitve institucionalnih investitorjev relativno učinkovitejše kot storitve depozitnih institucij in neposrednih investicij. Na drugi strani izhajajo dejavniki povpraševanja iz povečanih potreb gospodinjestev po finančnih storitvah institucionalnih investitorjev. Dejavniki na strani ponudbe so pomembni za razvoj institucionalnih investitorjev. Gre predvsem za diverzifikacijske značilnosti, likvidnost, napreden korporativni nadzor, deregulacijo, koriščenje tehnoloških inovacij in fiskalne spodbude. Na strani povpraševanja so najpomembnejši demografski dejavniki (staranje prebivalstva) in skupni gospodarski razvoj. Posledica staranja populacije je vse bolj negotova vzdržnost državnih pokojninskih politik, zato se posledično pričakuje nadaljnja rast deleža varčevanja gospodinjestev v portfeljih institucionalnih investitorjev.

Zavarovalne družbe in pokojninski skladi so glede na kriterij velikosti finančnega premoženja največje skupine institucionalnih investitorjev. Skupno premoženje teh skupin je bilo leta 2005 30 milijard ameriških dolarjev, to je dvakrat več od premoženja, s katerim so upravljali pokojninski skladi. Relativna velikost najpomembnejših skupin se precej razlikuje med državami in je najbolj pogosto odsev značilnosti pokojninskega varčevanja.

Globalni razvoj institucionalnih investicij je spremljalo povečanje števila dostopnih premoženjskih oblik in investicijskih strategij, kar je pripeljalo do restrukturiranja premoženjskih portfeljev. Značilnost razvoja je upadanje deleža tradicionalnega premoženja (državne obveznice, blue chip delnice) v korist alternativnih naložb (nepremičnine, hedge skladi, infrastruktura, zasebni kapital, premoženje na nastajajočih trgih...).

Razlogi za povečanje deleža alternativnih naložb so številni: gre za povečanje donosa, širšo razpršitev investicijskih portfeljev, boljše zavarovanje pred inflacijskimi tveganji. Na splošno vzeto se alternativne naložbe obravnavajo kot način za zmanjšanje skupnega tveganja portfelja ob doseganju ciljnega donosa.

Raziskovanja potrjujejo pomemben delež alternativnih naložb v portfeljih institucionalnih investitorjev. Raziskave na vzorcu 327 velikih institucionalnih investitorjev v Avstraliji, Evropi, Japonski in Severni Ameriki so potrdile agregatno alokacijo alternativnih investicij v letu 2005 v razponu od 14 % skupnega premoženja na Japonskem do 21 % v Avstraliji in Severni Ameriki (Russell Investment Group Research, 2006, str.7).

¹ Sekundarni vrednostni papirji so lastniški deleži v investicijskih skladih. Investicijski skladi nastopajo na trgu vrednostnih papirjev tako, da emitirajo vrednostne papirje (deleže ali delnice), s katerimi zbirajo sredstva za naložbe v različne oblike premoženja (vrednostni papirji drugih izdajateljev, nepremičnine...).

2.2. Institucionalna perspektiva investiranja v nepremičnine

Institucionalni investitorji se soočajo s kompleksnim investicijskim odločanjem o sestavi in upravljanju premoženjskim portfeljev. Primarno se odločajo za naložbe glede na načelo razpršitve tveganj, zato sredstva investirajo v različne premoženjske razrede (vrednostni papirji, nepremičnine) in v različne premoženjske oblike znotraj posameznega razreda (delnice, obveznice). Portfelji, ki imajo različno premoženjsko strukturo, se znatno razlikujejo glede značilnosti portfelja po donosu in tveganjih. Investicijski horizont institucionalnih investitorjev je dolgoročen, kar pomeni, da na dolgi rok zadržujejo investicijski portfelj, s katerim zagotavljajo donose z dolgoročnim povečevanjem vrednosti investicij.² Tradicionalni argumenti za uvrščanje nepremičnin v mešani premoženjski portfelj so (Hudson-Wilson et al., 2003, str. 16):

- zmanjševanje skupnega tveganja portfelja s kombiniranjem raznih investicijskih razredov, ki različno reagirajo in ne korelirajo na pričakovane in nepričakovane dogodke;
- doseganje skupnih prihodkov nad netvegane stopnje donosa;
- nepremičnine pozitivno korelirajo z anticipirano in neanticipirano inflacijo (zavarovanje pred inflacijo);
- oblikovanje portfelja, ki odseva skupne tržne investicijske možnosti (indeksirani, tržno-nevtralni portfelj);
- doseganje stabilnih denarnih donosov znotraj portfelja.

Čprav se navedeni argumenti pogosto omenjajo, so imele nepremičnine v daljšem obdobju manjšinske deleže v mešanih investicijskih portfeljih. Institucionalni investitorji so se izogibali naložbam v nepremičnine zaradi njihove heterogenosti in nizke likvidnosti. Povečano zanimanje institucionalnih investitorjev za naložbe v nepremičnine se je pojavilo v 70-ih letih prejšnjega stoletja kot posledica dveh pomembnih dejavnikov: uvajanja regulatornih določb o obvezni razpršitvi premoženjskih portfeljev in sočasnega pospešenega razvoja procesa listinjenja nepremičnin. V zadnjih letih so nepremičnine v precejšnjem obsegu vključene v premoženjske portfelje zaradi osredotočenja institucionalnih investitorjev na naložbe s skupnim donosom (investicije z dohodkovno in kapitalsko sestavino) in zaradi povečanja cene alokacije nepremičnin znotraj portfelja (Hoesli in Lekander, 2005, str. 11). Raziskovanje velikega vzorca institucionalnih investitorjev v ZDA leta 2005 je potrdilo naslednje značilnosti institucionalne perspektive investiranja v nepremičnine (Goetzman in Dhar, 2005, str. 2):

- razpršitev in zavarovanje pred inflacijo sta najpomembnejši prednosti investiranja v nepremičnine;
- likvidnostno tveganje, pomanjkanje zanesljivih

vrednostnih podatkov in slabo upravljanje investicij so najpomembnejše pomanjkljivosti investiranja v nepremičnine;

- vse skupine institucionalnih investitorjev povečujejo ciljano izpostavljenost portfelja nepremičninam;
- odločitve za investiranje v nepremičnine temeljijo na statističnih ocenah o donosu in tveganjih, nasvetih zunanjih svetovalcev in dolgoročnih zgodovinskih rezultatih;
- pričakovani donosi in tveganja nepremičninskih investicij se gibajo med ocenjenimi velikostmi donosov in tveganj na obveznice in delnice;
- investicijsko zaupanje v podatke, ki so ekstrapolirani iz zgodovinskih donosov, je za nepremičnine večje kot za druge alternativne investicije;
- med ekstrapoliranimi podatki in ciljano alokacijo v nepremičnine obstaja močna povezava.

3. Nepremičninski investicijski skladi

Nepremičninski investicijski skladi so kolektivne investicijske sheme, v okviru katerih se varčuje z izdajanjem investicijskih deležev, zbrani kapital pa se nato investira v različne nepremičninske investicijske aktivnosti. Skladi, ki sredstva investirajo v nepremičnine, si tako kot drugi investicijski skladi na trgu prizadevajo za druge investicijske instrumente in varčevalna sredstva usmerjajo na trg nepremičninskih investicij. (Gabrielli, 2007, str. 404). Tako investitorjem omogočajo prihod na nepremičninski trg z majhnimi investicijskimi vložki in trgovanje z njimi z nizkimi transakcijskimi stroški. Nepremičninski skladi olajšujejo dostopnost malim delničarjem, ki lahko izkoristijo prednosti nepremičninskih investicij, kar prej ni bilo mogoče. Te investicije so bile doslej rezervirane za velike premoženjske portfelje.

Prednosti teh investicij vključujejo: razpršitev tveganj, dolgoročno stabilne donose in potencial rasti kapitalске vrednosti investicije. Tveganja, ki so povezana z nelikvidnostjo in upravljanjem nepremičnin, so bistveno zmanjšana z investiranjem v delnice oziroma deleže nepremičninskih skladov. Premoženje se namreč alocira v različne vrste nepremičninskih naložb in na različnih geografskih območjih.

3.1. Pojavne oblike nepremičninskih skladov v svetu

Pojavne oblike nepremičninskih skladov se razlikujejo predvsem zaradi različnih naložbenih interesov ciljnih skupin investitorjev in regulative, ki določa njihovo razvrščanje in delovanje. Javni skladi so namenjeni vsem skupinam

² Institucionalne investitorje zaradi te značilnosti pogosto imenujejo portfeljski investitorji.

naložbenikov in so v večini zakonodaj urejeni z investicijsko regulativo. Obstajajo tudi skladi, katerih deleže lahko kupujejo samo vnaprej določeni kvalificirani naložbeniki (npr. pokojninski skladi, zavarovalne družbe in različne fundacije), in zasebni skladi, namenjeni manjšemu številu zasebnih naložbenikov. Nepremičninski skladi se strukturirajo na različne načine in skladno z naložbenimi potrebami ciljnih skupin. O osnovnih značilnostih različnih pojavnih oblik pišemo v nadaljevanju razprave.

Glede na pretežno obliko premoženja, v katero investirajo sredstva, se nepremičninski skladi delijo v tri različne sklade

- Lastniški nepremičninski skladi – ti skladi se ukvarjajo v prvi vrsti z investiranjem v nepremičnine (lastništvo fizičnega premoženja), ki so namenjene nadaljnjemu najemu. Nepremičnine imajo v portfelju dalj časa, donosi pa so sestavljeni iz dohodkovne (renta) in kapitalske (povečanje vrednosti nepremičnin) sestavine. Strategija naložb je pri teh skladih pasivna, čeprav ti skladi na nekaterih trgih uporabljajo aktivno strategijo trgovanja z nepremičninami in poskušajo povečati donose v kratkem času. Med lastniške sklade uvrščamo tudi sklade, ki donose dosegajo z razvijanjem nepremičninskih projektov, ki so namenjeni prodaji na trgu. Skladi gradbenih projektov so redki, ker se nepremičninski skladi v večini pravnih sistemov ne smejo ukvarjati z gradbeno investicijsko dejavnostjo ali pa slednja ne sodi v davčno spodbujene prednostne dejavnosti. Lastniške sklade lahko razdelimo v dve temeljni pojavnosti (Prohaska, 1996, str. 224): sklade, ki investirajo v stanovanjske objekte, in sklade, ki investirajo sredstva v poslovne objekte. Nadaljnja delitev teh skladov temelji na specializaciji na posamezne podvrste nepremičnin, kot so poslovni, prodajni, zdravstveni ali hotelski skladi.
- Hipotekarni nepremičninski skladi – ti skladi naložijo premoženje na dolžniških trgih in financirajo nepremičninske projekte z neposrednim hipotekarnim kreditiranjem ali z naložbami v dolgoročne hipotekarne obveznice. Hipotekarni sklad so zastopani le na trgu ZDA, njihov razvoj pa je odvisen od velikosti in razvitosti ameriškega trga hipotekarnega dolga.
- Hibridni nepremičninski skladi – ti skladi se ukvarjajo z najemanjem nepremičnin in financiranjem nepremičninskih objektov. Ob tem združujejo dejavnosti lastniških in hipotekarnih skladov ter so enotno diversificirani investicijski instrumenti z obeležji trga lastništva nepremičnin in trga nepremičninskega dolga. Razvoj hibridnih skladov je prav tako izključno povezan s trgom ZDA.

Poleg primarne investicijske opredelitve so pomembni atributi nepremičninskih skladov tudi organizacijske oblike

(način zbiranja sredstev) in investicijski stil. Organizacijska oblika investicijskih skladov je določena z možnostmi izdajanja investicijskih deležev (zbiranja sredstev). Nepremičninski skladi se z zornega kota načina zbiranja sredstev delijo na odprte in zaprte nepremičninske sklade.

Delitev na „odprti“ in „zaprti“ tip je značilna za vse vrste skladov, posebno pomembna pa je za nepremičninske sklade. Različni načini zbiranja sredstev in oblikovanja cen investicijskih deležev namreč v celoti določajo investicijske značilnosti nepremičninskih skladov. Odprti skladi zbirajo kapital z emisijo deležev, pri čemer višina kapitala sklada oziroma število emitiranih deležev nista omejena. Deleži odprtih skladov ne kotirajo na borzah ali drugih trgih vrednostnih papirjev, ampak se njihova likvidnost zagotavlja z mehanizmom njihovega obveznega odkupa po neto vrednosti premoženja sklada (NAV)³. Delnice zaprtih skladov pogosto kotirajo na trgu kapitala, višina lastniškega kapitala oziroma število delnic pa sta vnaprej določena.

Osnovna razlika med odprtimi in zaprtimi nepremičninskimi skladi izhaja iz načina oblikovanja cen investicijskih enot: cena deleža v odprtih skladih je primarno določena z vrednostjo portfelja nepremičnin, ki se določa s postopki vrednotenja. Cena delnic zaprtih skladov se na drugi strani oblikuje na trgu kapitala na podlagi ponudbe in povpraševanja. Pomembna razlika izhaja tudi iz obveznosti ohranjanja visokih likvidnostnih rezerv v obliki denarja in obveznic pri odprtih skladih. Za investicijsko naravo osnovnega premoženja nepremičninskih skladov (nepremičnine) je značilna nizka likvidnost v primerjavi z drugimi premoženjskimi razredi (delnice, obveznice). Zato so nujno potrebni visoki deleži likvidnih sredstev za stalni odkup deležev. Omenjeni razlogi določajo investicijske profile skladov z ozirom na likvidnost investicijskih deležev, korelacijo cene deleža z neto vrednostjo premoženja in gibljivost investicijskih strategij. Deleži odprtih skladov so visoko likvidni investicijski instrumenti, ki dobro odseva vrednost vezanega premoženja, vendar z omejenimi sposobnostmi realizacije proticikličnih strategij. Cene in likvidnost delnic zaprtih skladov so v korelaciji s skupnimi gibanji na trgih kapitala, vendar se zaprti lastniško strukturo razume kot prednost v obliki fleksibilnosti investicijske strategije.

Pojem „investicijski stil“ se nanaša na upravljaljske vidike izpolnjevanja načrtovanih ciljev. Ti cilji vključujejo ciljano stopnjo donosa, sprejemljivo raven tveganja za doseganje ciljnih donosov (merjenih z ravnijsko dolga v razmerju do vrednosti premoženja) in izbor sestavin donosa (tekoči donosi v razmerju do kapitalske rasti vrednosti

³ angl. Net Asset Value – Vrednost skupnega premoženja sklada, zmanjšana za vrednost skupnih dolgov.

investicije). Investicijski stil izhaja iz načina realizacije ciljev, ki je določen s ciljano višino donosa in investicijskim profilom tveganja. Upravljanje z nepremičninskimi skladi obsega izvajanje določene vrste investicijskega stila, to je investicijske strategije, skladne s predvidenim investicijskim stilom.

Nepremičninski skladi se glede na investicijski stil delijo v različne oblike skladov (Brounen et al., 2007, str. 110.).

- Osnovni (core) skladi – za osnovne strategije je značilna nizka ciljana stopnja donosa in nizka raven dolga. Ciljane ravni donosa se raztezajo v razponu od 3 do 5 odstotnih točk nad donosom državnih obveznic. Strategija je osredotočena na minimalizacijo tveganj in dohodkovno sestavino donosa.
- Osnovni plus (core plus) skladi – osnovni plus skladi ciljajo donose v razponu od 5 do 7 odstotnih točk nad donosom državnih obveznic, vendar se od osnovnih skladov razlikujejo zaradi višje ravni dolga in osredotočenosti na obe sestavini donosa, na dohodkovno in rast vrednosti.
- Skladi dodane vrednosti (value-added) – ciljajo donose med osnovnimi in oportunističnimi skladi (7 % do 12 % nad donosom državnih obveznic) in ob ravni dolga med 30 % do 70 % vrednosti premoženja. Donosi skladov z dodano vrednostjo vključujejo obe sestavini donosa v enakem obsegu.
- Oportunistični skladi (opportunity) – ti skladi ciljajo donose v višini 12 in več odstotkov nad državnimi obveznicami. Pri realizaciji investicij pogosto koristijo ravni dolga (finančni vzvod), ki je večji od 75 % vrednosti premoženja, in so osredotočeni na rast kapitalske vrednosti in aktivno strategijo upravljanja portfelja.

3.2. Vpliv regulative na razvoj nepremičninskih skladov

Regulativa različnih delov finančnega sistema je bila postopno uvedena v večini držav po svetu. Skladno z razvojem finančnega trga so se uvajale nove regulatorne institucije z različnimi pooblastili in v praksi je začelo prihajati do prekrivanja njihovih pristojnosti. Problem prekrivanja pristojnosti in premajhne regulative je številne države spodbudil k reformam regulativne ureditve. Države so se teh reform lotevale na različne načine, regulatorni model pa je bil v glavnem usmerjen h krepitvi sodelovanja med obstoječimi regulativnimi organi ali pa k njihovi integraciji (Prohaska in Olgič Draženović, 2004, str. 31). Regulativa delovanja investicijskih skladov se sedaj večinoma izvaja s pomočjo posebne zakonodaje in regulatornih organov, ki izvajajo regulativo in nadzor nad trgom vrednostnih papirjev. Vrednostni papirji, s

katerimi se trguje na finančnih trgih, morajo biti registrirani pri pristojnih organih za nadzor nad poslovanjem z vrednostnimi papirji in morajo ustrezati predpisom organiziranih trgov, na katerih lahko pod temi pogoji kotirajo. Regulativa lahko predstavlja precejšnje administrativno breme za oblikovanje in delovanje investicijskih skladov. Izvajanje regulatornih določil namreč zahteva čas in je povezano s povečanjem upravljaljskih stroškov, vendar sočasno pozitivno deluje na zaupanje investitorjev, kar se kaže v večji likvidnosti investicijskih deležev.

Regulatorni okviri obsegajo (Brown, 2006, str. 293):

- odobravanje ustanavljanja skladov;
- omejevanje investicijskih aktivnosti;
- posebne računovodske zahteve in načine poročanja;
- nadzor usklajenosti poslovanja z regulatornimi določili.

Državne regulative se po načinu reguliranja investicijskih skladov precej razlikujejo. Toda v zadnjem času lahko opazimo prizadevanja za standardizacijo regulative med državami. EU je vzpostavila enoten legalni okvir za investicijske sklade s ciljem liberalizacije kapitalskih tokov med državami članicami EU. Ta okvir določa osnovne kvalifikacijske zahteve za investicijski instrument UCITS in poskuša izboljšati recipročno priznavanje aktivnosti kvalificiranega instrumenta med vsemi članicami.

Obstoječo državno regulativo je mogoče opazovati in vrednotiti iz dveh ekstremnih zornih kotov. Po eni strani državna regulativa od skladov zahteva, da se razvrščajo v specifične legalne oblike, določajo se pravice naložbenikov in obveznosti upravljalcev. Po drugi strani se skladom dopušča fleksibilnost pri izbiri organizacijske strukture in v odnosih z naložbeniki. Druga pogosto regulirana vprašanja oblikovanja investicijskih skladov se nanašajo na njihov domicil (npr. dovoljeni so samo domači skladi, tujim skladom se dopušča prihod na trg), kapitalsko strukturo (npr. skladi lahko zbirajo kapital z javno ponudbo, dovoljeno je izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev) in obvezno odobravanje upravljaljskih struktur (npr. zahtevata se samo registracija sklada menedžerjev in natančen pregled sklada menedžerjev).

Zavarovanje malih naložbenikov je osnovni cilj regulative investicijskega delovanja. Regulativa investicijskega delovanja se nanaša na vrsto naložb, mesto investiranja in dovoljeno višino naložbe. Omejitve so vezane na vrsto investicijske dejavnosti in se v glavnem nanašajo na prepoved investiranja v določeno vrsto premoženja in določenih investicijskih dejavnosti. Države lahko zahtevajo, da se mora večina sredstev investirati v domače poslovne subjekte in lahko omeji delež premoženja, ki se ga lahko naloži le v premoženje enega izdajatelja, prav tako lahko omeji delež lastništva posameznega subjekta v skladu.

Da bi zavarovala in informirala naložbenike, je država z

regulativo predpisala obvezno revizijo in javno objavo finančnih rezultatov. Prav tako regulatorna pravila omejujejo potencialno navzkrižje interesov med naložbeniki in skladom menedžerjev. Glede na vrsto sklada in davčni režim sta predpisana obveznost porazdelitve dobičkov in obvezen odkup investicijskih deležev.

Tehnični odbor mednarodne organizacije regulatornih agencij je primerjal regulativo nepremičninskih skladov v različnih zakonodajnih okoljih. Tako so poskušali osvetliti pomembne regulatorne pogoje za delovanje nepremičninskih skladov. Sklepna raziskava je vsebinsko povzeta v nadaljevanju (IOSCO, 2008).

- Večina opazovanih držav v bistvu enako obravnava nepremičninske in druge sklade (poleg dodatnih pravil za nepremičninske sklade).
- V nekaterih državah so dovoljeni samo odprti nepremičninski skladi, v drugih pa samo zaprti, medtem ko nekatere države dovoljujejo obe vrsti skladov.
- V večini držav se od upravljalcev nepremičninskih skladov zahtevajo določene izkušnje pri poslovanju z nepremičninami.
- V večini pravnih sistemov je treba pri upravljanju spoštovati določena pravila korporativnega upravljanja, ki so določena z zakonom ali samoregulativo lokalne industrije investicijskih skladov.
- Razpršitvene zahteve se precej razlikujejo, posamezne zakonodaje pa dovoljujejo naložbe v le eno nepremičnino, medtem ko v nekaterih državah zahtevajo, da je portfelj sestavljen iz pet ali več nepremičnin.
- V glavnem je dovoljeno posredno investiranje v nepremičnine, ki se nanaša na naložbe premoženja v nepremičninske družbe in druge nepremičninske sklade.
- Dovoljeno zadolževanje ni povsod predpisano, medtem ko je v zakonodajah, ki ga opredeljujejo, povezano z neto vrednostjo premoženja (dovoljeni dolg je predpisan v maksimalnem odstotku od neto vrednosti premoženja).
- Vse zakonodaje zahtevajo javno objavo naložbenega prospekta in poslovnih poročil najmanj enkrat letno. Večina držav predpisuje specifične poročevalske zahteve za nepremičninske sklade.
- Večina držav zahteva oceno vrednosti nepremičnin, ki naj jo opravijo neodvisni organi, in sicer najmanj enkrat na leto.
- Obstajajo različne regulative glede garancije minimalne likvidnosti, obdobja zaklepanja „sklada“ in odloga izplačila deleža.
- Postopek obveznega izračuna neto premoženjske vrednosti je podoben v vseh državah.
- Družbam za upravljanje je v glavnem dovoljeno prodajati lastno premoženje sklada, toda večina regulatornih režimov prepoznava potencialno navzkrižje

interesov in predpisuje specifična pravila za reševanje takih primerov.

- Regulativa, ki se nanaša na nadzor potencialnega navzkrižja interesov, izhaja iz splošne regulative kolektivnih investicijskih shem, ki ni specifična za nepremičninske sklade.

(Nadaljevanje prihodnjic)

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
12. Orsag, S. (2003): Vrijednosni papiri, *Revicon, Sarajevo*
13. Pravilnik kojim se uređuju ulaganja zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom u nekretnine, *Narodne novine, Zagreb, 131/06*
14. Pravilnik o utvrđivanju vrijednosti imovine investicijskog fonda i izračunu neto vrijednosti imovine po udjelu ili po dionici investicijskog fonda, *Narodne novine, Zagreb, 7/07*
15. Pravilnik o vrstama i podvrstama investicijskih fondova s javnom i privatnom ponudom, *Narodne novine, Zagreb, 22/2008*
16. Prohaska, Z. (1996): Analiza vrijednosnih papira, *Infoinvest, Zagreb*
17. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B. (2004): Consolidated supervision of financial institutions and financial market in the Republic of Croatia, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, Vol. 22, Sv. 2, str. 25-40
18. Russell investment survey on alternative investing (2006): A survey of organizations in North America, Europe, Australia and Japan, *Russell Investment Group Research, 2006*.
19. Zakon o investicijskim fondovima, *Narodne novine, Zagreb, 150/2005*.