

Др Јасмина Лабудовић Станковић, ванредни професор
Правног факултета Универзитета у Крагујевцу

УДК: 330.322:347.235
DOI: 10.46793/XXIV-10.383LS

ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ КОЈИ УЛАЖУ У НЕКРЕТНИНЕ*

Резиме

Инвестициони фондови који улажу у некретнине представљају врсту затворених инвестиционих фондова. Врло су популарни у свету. Средства улажу у непокретности (земљиште, стамбене и пословне зграде, посебне делове зграда, апартмане, одмаралишта, шопинг центре итд.), хипотекарне кредите и хипотекарне хартије од вредности. Акцијама ових фондова тргује се на секундарном тржишту – најчешће на ванберзанском, а дивиденде које исплаћују могу бити врло високе нарочито када расте тржиште некретнина. У земљама у којима послују, по правилу, уживају пореске повластице – ослобођени су пореза на добит.

Кључне речи: инвестициони фондови који улажу у некретнине, хипотекарни кредити, хипотекарне хартије од вредности, тржиште некретнина, тржиште капитала.

1. Уводне напомене

Инвестициони фондови који улажу у некретнине (енг. *real estate investment trusts - REITs*¹) представљају институције колективног инвестирања у оквиру којих се прикупљају и улажу новчана средства у некретнине, хипотекарне кредите и секјуритизоване хипотекарне хартије од вредности. Циљ улагања је, наравно, као и код осталих инвестиционих фондова – остварење прихода и смањење ризика улагања, што се постиже диверзификацијом улагања. И овде се диверзификација постиже улагањем у различите облике активе, али и улагањем на различитим локацијама. Куповина инвестиционих јединица, односно акција обезбеђује одређени проценат учешћа или сразмерно учешће у целокупној активи фонда, тј. у целокупном његовом портфолију. Портфолио је сачињен од различите

* Рад је написан у оквиру пројекта Правног факултета Универзитета у Крагујевцу „XXI век – век услуга и Услужног права“, бр. 179012 који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

¹ У тексту ћемо даље користити ову скраћеницу.

активе. Чине га некретнине намењене за различите сврхе, али и на различитом географском простору (стамбени простор, пословни простор, хотели, пољопривредно земљиште итд.), хипотекарни кредити и хипотекарне хартије од вредности са различитим роковима доспелости, различитом каматном стопом и сл.

Куповином инвестиционих јединица, односно акција инвестиционог фонда, инвеститори удружују своја слободна новчана средства. Удруживањем, односно акумулацијом појединачних улога свих инвеститора, настаје велика имовинска маса којом управља друштво за управљање фондом. У англосаксонским земљама ову улогу има трасти.²

Омогућавање малим инвеститорима да инвестирају у некретнине које се користе у пословне сврхе, и то преко тржишта капитала (берзе) био је основни разлог за настанак инвестиционих фондова који улажу у некретнине 60-их година XX века у САД.³ Након тога, ови фондови почињу свој развој у Аустралији, Новом Зеланду и Холандији 70-их година XX века.⁴

² Траст је институт англосаксонског права. У широкој је употреби и има бројне облике који имају различите сврхе. Овај институт указује на концепт тзв. подељене својине – раздвојеност правне форме од економске суштине. Елементи траста су: оснивач траста – *settlor*, лице на које се формално преноси својина – *trustee*, корисник траста и имовина која се преноси у својину трастија – *trust property*. Трасти је лице на које се имовина формално преноси и који има обавезу да управља имовином траста у интересу корисника траста, с тим да имовина којом управља мора бити одвојена од његове имовине. Трасти је формалноправни власник, док је корисник траста – економски власник (Владетић, С., *Фидуција у римском праву и савремени фидуцијарни послови*, Београд, докторска дисертација, 2010, стр. 212-213). Са трастијем у англосаксонском праву можемо упоредити друштво за управљање инвестиционим фондом у земљама континенталног права. Међутим, *не смемо их поистоветити*. Треба строго водити рачуна о разлици која постоји између схватања својине у англосаксонском праву (својина је подељено право) и у континенталном праву (својина је недељива целина). О овим разликама видети: *Исто*, стр. 208-211. Овде се својина на уложеним средствима не преноси на друштво за управљање фондом, већ друштво за управљање само управља и улаже средства (имовину) у корист чланова фонда. Али, исто као код траста, имовина фонда је одвојена од имовине друштва за управљање фондом.

³ Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P., *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, 2010, стр. 13.

⁴ Након Холандије као прве европске земље у којој су основани *REITs* (1969), ови фондови почињу да се оснивају у осталим европским земљама средином 90-их година XX века. Тако, у Белгији су основани 1995. Активност *REITs* у овој земљи је нарочито изражена. Тржиште *REITs* у Белгији по стопи капитализације заузима пето место у Европи захваљујући великој подршци Владе Белгије. Међутим, у Немачкој, Великој Британији и Италији ови фондови су основани 2007, баш када је избила финансијска криза, а у Шпанији и Финској 2009, па због тога у њима није забележен већи успех (Marzuki, M., Newell, G., *The evolution of Belgium REITs*, *Journal of Property Investment &*

Иако је тржиште ових фондова у САД најразвијеније и најстарије, мора се истаћи да ни европско тржиште не заостаје много иако је млађе. Европско тржиште некретнина је врло значајно будући да се на овом тржишту реализује једна трећина свих трансакција са некретнинама у свету, а по транспарентности трансакција превазилази америчко и азијско тржиште.⁵

Инвестициони фондови који улажу у некретнине представљају посебну врсту затворених инвестиционих фондова (*closed-end funds*),⁶ па су њихове акције преносиве, тј. њима се може трговати на секундарном тржишту. Акционар затвореног инвестиционог фонда може да прода акције на берзи, односно на ванберзанском тржишту. У тој трговини на секундарном тржишту, акције затвореног инвестиционог фонда могу бити продате и уз дисконт, тј. по цени нижој од нето вредности имовине по акцији фонда,⁷ што није дозвољено код отворених инвестиционих фондова.⁸ С обзиром на то да немају обавезу откупа, затворени инвестициони фондови могу улагати у мање ликвидне облике имовине, као што су некретнине. Затворени инвестициони фонд је правно лице, тј. отворено акционарско друштво. До новчаних средстава овај фонд долази емитовањем акција у поступку јавне емисије и не спроводи докапитализацију.⁹

Finance, 2019, доступно на: https://www.researchgate.net/publication/333320732_The_evolution_of_Belgium_REITs

⁵ Исто.

⁶ Подсећања ради, зависно од начина прикупљања средстава, инвестициони фондови се деле на јавне и приватне. Јавни инвестициони фондови долазе до средстава јавном емисијом. У овој категорији налазе се и отворени и затворени инвестициони фондови. Уколико је обавеза фонда да откупљује улоге својих чланова, онда говоримо о отвореним, а уколико такву обавезу немају говоримо о затвореним инвестиционим фондovima. Више о подели на отворене и затворене фондове и њиховим разликама видети у: Лабудовић Станковић, Ј., *Основна обележја и врсте инвестиционих фондова*, Зборник радова: Усклађивање правног система Србије са стандардима Европске уније, Крагујевац, књ. 6, 2018, стр. 452-456.

⁷ За улог у инвестициони фонд инвеститори добијају инвестиционе јединице ако говоримо о улагању у отворени инвестициони фонд, а ако је реч о улагању у затворени инвестициони фонд, инвеститори добијају акције. Нето вредност имовине фонда представља вредност имовине умањену за обавезе. Када се нето вредност имовине фонда подели се са бројем емитованих акција добија се нето вредност активе по акцији (Исто).

⁸ Код отворених инвестиционих фондова продаја инвестиционих јединица инвеститорима, као и откуп инвестиционих јединица од стране отвореног фонда не могу бити мањи од нето вредности активе по инвестиционој јединици (Шошкић, Д., *Хартије од вредности: управљање портфолиом и инвестициони фондови*, Београд, 2001, стр. 244).

⁹ Исто.

2. Врсте

Инвестициони фондови који улажу у некретнине своја средства улажу у непокретности (земљиште, стамбене и пословне зграде, као и посебне делове зграда, апартмане, одмаралишта, шопинг центре итд.), хипотекарне кредите и хипотекарне хартије од вредности. Зависно од тога у који од претходних облика активе улажу и по основу којих остварују приходе, можемо говорити о различитим врстама ових фондова.

За фондове који улажу директно у некретнине у енглеском језику се користи назив *equity trusts*. Приход остварују наплатом закупнине, тј. ренте. Фондови са оваквом структуром улагања обезбеђују врло стабилне приходе својим члановима. Улагање у непокретности може имати два облика. С једне стране, може се улагати у постојеће непокретности (на пример, већ изграђене објекте) које стварају приходе, а са друге стране ови фондови могу обезбедити средства за финансирање изградње стамбеног простора, пословног простора, шопинг модела, хотела итд., који ће тек у будућности обезбедити стварање прихода инвеститорима. У оквиру *equity trusts* постоје бројне специјализоване врсте инвестиционих фондова који улажу у тачно одређене непокретности: малопродатне објекте (*retail REITs*), пословне објекте (*commercial REITs*), стамбене објекте (*residential REITs*), инфраструктуру, индустрију (*industrial REITs*), домове здравља и болнице (*health care REITs*), хотеле (*hotel REITs*), земљиште под шумом (*timberland REITs*), складишта, магацине (*warehouses REITs*), домове за инвалиде, старачке домове, домове за децу (*social REITs*) итд.

За оне инвестиционе фондове који улажу у хипотекарне хартије од вредности, односно хипотекарне кредите, у енглеском језику се обично користи назив *mortgage trusts*.¹⁰ *Mortgage trusts* у англосаксонским земљама обезбеђују средства за хипотекарне кредите, односно позајмљују средства за куповину пословног и стамбеног простора. Стога ови фондови остварују камату на кредите као приход. Међутим, у земљама континенталног права одобравање кредита је традиционална функција банака. Постоје и они фондови који су хибридног карактера. Они улажу и у некретнине, али и у хипотекарне кредите и хипотекарне хартије од вредности. Зато се и зову хибридни. Остварују приходе и од ренти и од камата. Предност у односу на претходне две групе фондова огледа се у томе што имају шире могућности за диверзификацију, а тако и за смањење ризика.

3. Особености активе у коју улажу

Штедња појединаца и институционалних инвеститора акумулирана у оквирима *REITs* обезбеђује уносне дугорочне инвестиције у некретнине, хипотекарне кредите и хипотекарне хартије од вредности. Ови фондови, тј.

¹⁰ Исто.

њихове акције добра су инвестиција за пензијске фондове и друштва за осигурање живота јер је капитал којим располажу ови институционални инвеститори дугорочног карактера.¹¹ Акцијама ових фондова се тргује на секундарном тржишту – најчешће на ванберзанском, а дивиденде које исплаћују могу бити врло високе нарочито када расте тржиште некретнина, тј. када расту цене некретнина и закупнина. Високе дивиденде привлаче инвеститоре да улажу у ове фондове и тако остваре висок профит, чак и већи у односу на алтернативна улагања. Ови фондови пружају одличну заштиту од инфлације.

С обзиром на структуру портфолија *REITs*, у литератури се поставило питање чији је утицај већи на принос *REITs* – директног улагања у некретнине или улагања у секјуритизоване хипотекарне хартије од вредности. Наравно, овде се мора узети у обзир и рок у коме се посматра ова веза јер резултати неће бити исти у кратком и дугом року. У кратком року, за приносе *REITs* значајнија су улагања у секјуритизоване хипотекарне хартије од вредности, али у дугом року много већи значај имају директна улагања у некретнине.¹² Осим тога, правило је да се тржиште некретнина, као и *REITs*, прилагођава кретањима на финансијском тржишту. Када *REITs* и тржиште некретнина буду избачени из стања равнотеже, враћају се у равнотежно стање захваљујући финансијском тржишту и информацијама које добијају од њега.¹³

3.1. Некретнине

Некретнине представљају непокретну врсту имовине, тј. непокретне ствари – ствари које се не могу преместити са једног места на друго. Као такве, оне нису подобне за масовну трговину каква је берзанска. Предмет

¹¹ Џон Мајнард Кејнз, за кога се везује теорија државног интервенционизма, сматрао је да је улагање у некретнине, тј. штедња рентијерског типа неефикасна и да у циљу подизања агрегатне ефективне тражње треба дестимулисати овакву штедњу, и то путем високих пореза на дохотке, осим када постоји пуна запосленост. Директно власништво над некретнинама од стране појединаца и рентирање некретнина које су у њиховом власништву, вероватно би и данас могло бити окарактерисано на исти начин – у духу кејнзијанизма. Рента коју власници некретнина наплаћују и штедња на овај начин, извесно неће допринети повећању агрегатне тражње. Међутим, ако говоримо о улагању у *REITs*, онда је закључак другачији. Улагање у ове фондове има утицаја на развој тржишта некретнина и доприноси расту инвестиција које су једна од компоненти агрегатне тражње. Зато се у земљама у којима ови фондови постоје стимулише њихово пословање путем ослобођења од плаћања пореза на добит.

¹² Boudry, W., Coulson, E., Kallberg, J., Liu, C., *On the Hybrid Nature of REITs*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol 44, Issue 1-2, 2012, p. 230.

¹³ Исто, стр. 243.

берзанског посла може бити само покретна ствар која се може преносити «без оштећења њене физичке суштине и умањења вредности».¹⁴

Некретнине су, по правилу, велике вредности, нарочито оне које се користе у комерцијалне, тј. пословне сврхе. Посматрано из угла инвестирања, њихово важно обележје јесте да представљају мање ликвидну имовину. Из чисто економског угла посматрано, некретнине карактерише ограничена понуда. Практично, на тржишту се не може понудити више него што постоји пољопривредног земљишта, пословног простора, стамбеног простора и сл. Са смањеном тражњом, не може се смањити постојећа понуда некретнина (земљишта, станова, пословног простора). Понуда некретнина је скоро потпуно нееластична. Уколико је тржиште у стању равнотеже на пример, раст тражње изазваће раст ренте. Краткорочно посматрано, понуда некретнина не може да се повећа у условима раста тражње за њима. То је потпуно искључено код пољопривредног земљишта. Изградња нових станова и пословног простора могла би увећати понуду, али не у кратком, већ у дугом року. Управо због нееластичне понуде, ово тржиште карактерише цикличност.¹⁵ Стога је врло важно да се изврши добра процена будућег кретања ренти и цена некретнина пре него што се започне са улагањем у непокретности.

Осим што их карактерише ограниченост понуде генерално, може се говорити и о ограниченој понуди некретнина на одређеним локацијама. У том смислу, може се рећи и да је тржиште некретнина врло сегментирано.¹⁶ Из тог разлога, цене некретнина могу да буду врло различите зависно од тога да ли се некретнине (грађевинско земљиште, пословни простор, стамбени простор, хотели итд.) на пример, налазе у центру града или на периферији. Исто се односи и на висину ренте. Она ће бити различита зависно од локације на којој се налази некретнина. Такође, сегментација постоји и када је реч о намени неке непокретности. Цена, а исто тако и рента на истој локацији неће бити иста за пољопривредно земљиште и грађевинско земљиште. Или, на истој локацији разликује се цена и рента за стамбени простор у односу на цену и ренту за пословни простор. Цене стамбеног простора и ренте на име њиховог давања у закуп, су ниже него за пословни простор.

Масовна улагања у неликвидне облике имовине, као што су некретнине, а која су праћена кризама (на пример Велика криза 30-их година XX века и глобална финансијска криза 2007-2009, уз високу незапосленост и неизвршавање кредитних обавеза), битно отежавају инвестиционим фондовима и другим инвеститорима који су улагали у

¹⁴ Јовановић, Н., *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 277.

¹⁵ Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P., *нав. дело*, стр. 8.

¹⁶ *Исто*, стр. 4.

некретнине, да поврате уложени капитал.¹⁷ Принудне продаје некретнина обарају њихову вредност, па настаје проблем и неликвидности банака које не могу да поврате средства пласирана кроз кредите.¹⁸ Многи инвестициони фондови који су улагали у некретнине доживели су свој крах са последњом финансијском кризом јер је имовина (актива) у коју су улагали била високо ризична. Некретнине нису могли да продају због презасићености тржишта.

Стручна јавност, као и централна банка САД – Федералне резерве, упозоравали су 90-их година XX века на ризик превеликог улагања банкарског сектора у некретнине. Постојала је забринутост за ликвидност банкарског сектора због промена вредности некретнина, због ризика неплаћања, тј. неизвршавања кредитних обавеза од стране корисника хипотекарних кредита, што се коначно одражава и на профитабилност банака, односно наплативост потраживања. Такође, указивало се и на недовољну анализу ризика неизвршавања обавеза по основу хипотекарних кредита и специфичности улагања у некретнине. У једном истраживању указано је на велику осетљивост банака, односно њихових акција на осцилације на тржишту некретнина.¹⁹ Банке које имају велики проценат уложених средстава у хипотекарне кредите (кредите за изградњу и развој, кредите за пољопривредно земљиште, стамбене кредите, кредите за пословне објекте), изузев у кредите за пољопривредно земљиште, најосетљивије су на промене ренте, тј. закупнине као приход од некретнине.²⁰

Инвестициони фондови који улажу у некретнине су добра спона између инвестиција у некретнине и тржишта капитала. Некретнине као непокретне

¹⁷ Како би пребродили последњу глобалну кризу 2007-2009, инвестициони фондови који улажу у некретнине могли су да одаберу различите стратегије. Неки су одабрали конзервативне стратегије управљања портфолиом, а неки су се прилагођавали у складу са очекивањима на тржишту. Антиципирање будућих ризика може да допринесе заштити *REITs* уз избор одговарајућих инвестиција и ефикасно управљање тим инвестицијама. Стратегија европских инвестиционих фондова који улажу у некретнине била је смањење леверица (коэффициент који показује однос задужености и акцијског капитала) и продужење рока доспелости кредита. Међутим, САД су биле познате по претераном задуживању, тј. великом обиму хипотекарних кредита, па је велики број *REITs* на овом тржишту пропао, односно исказао велике губитке. У Европи је задуживање за куповину некретнина пре финансијске кризе било мање него у САД (Pavlov, A., Steiner, E., Wachter, S., *REIT Capital Structure Choices: Preparation Matters*, *Real Estate Economics*, Vol 46, Issue 1, 2018, p. 160-161).

¹⁸ Кредити за некретнине су врло ризични, нарочито другорочни. Независно од тога, стопа одобрених кредита за некретнине у САД је 90-их година XX века најбрже расла у односу на све остале кредите.

¹⁹ He, L., Neil Myer, F.C., Webb, J., *The sensitivity of bank stock returns to real estate*, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol 12, Issue 2, 1996, p. 203-220.

²⁰ Исто.

ствари нису подобне за масовну трговину на берзи и не подлежу стандардизацији. Међутим, на берзи се тргује *акцијама* инвестиционих фондова који улажу у некретнине, па се на тај начин обезбеђује веза између некретнина и тржишта капитала. Улагање у акције ових фондова обезбеђује много већу ликвидност инвеститорима него директно улагање у некретнине.

3.2. Хипотекарни кредити

Хипотекарни кредити представљају специфичну врсту кредита, по много чему различиту у односу на друге кредите које одобравају банке. Хипотекарне кредите одобравају банке корисницима кредита (било физичким било правним лицима) на основу хипотеке као средства обезбеђења. Корисник кредита се обавезује да плаћа камату и врати кредит банци у уговором дефинисаном року.²¹ Он је у обавези да сваког месеца плаћа месечне рате кредита које се састоје од главнице и камате.

По правилу, реч је о дугорочним кредитима који се отплаћују на 15, 20 или 30 година. Ови кредити имају велику вредност у односу на друге кредите, а с обзиром на то да су дугорочни карактерише их и велики ризик за банку као кредитора. Зато припадају категорији најризичнијих кредита. Стога се, пре него што банка одобри овакве кредите, мора добро проценити вредност некретнине, а не само приходи које остварује потенцијални корисник кредита.²² Велики ризик због дугог рока отплате ових кредита који се манифестује преко инфлације и нестабилних камата био је разлог да се од 70-их година XX века уведу варијабилне каматне стопе на ове кредите, уместо фиксних које су се примењивале до тада.²³

3.3. Хипотекарне хартије од вредности

Хипотекарне хартије од вредности су хибридни облик дужничких хартија од вредности које се издају на бази пула (портфолија) одобрених хипотекарних кредита. У пулове се укључују кредити исте врсте и сличног квалитета и рока доспелости.²⁴ Емитенти ових хартија од вредности су обично банке које су

²¹ Међутим, осим ових дугорочних кредита, постоје и краткорочни кредити који се одобравају за изградњу и реконструкцију кућа, али који нису обезбеђени хипотеком.

²² Rose, P., Hudgins, S., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Novi Sad, 2005, стр. 621.

²³ Исто, стр. 632.

²⁴ Смисао емисије ових хибридни хартија јесте да банка смањи кредитни ризик и што пре дође до ликвидних средстава. Уместо да чека да јој се средства врате на пример, након 20 или 30 година, банка ће емисијом хипотекарних хартија до новца доћи много брже. Тако добијена средства од продаје хипотекарних хартија од вредности може поново одобрити на име кредита и остварити додатни профит кроз камате на нове кредите. Поново одобрени кредити формирају нови пул на основу ког ће се емитовати нове хипотекарне хартије од вредности и тако редом. Осим бржег доласка до ликвидних

кредите и одобриле, односно то могу бити често и правна лица са посебном наменом (*special purpose entity*).²⁵

У поступку емисије ове хипотекарне хартије од вредности купују заинтересована физичка и правна лица, односно другачије речено – инвеститори. На секундарном тржишту се може даље трговати овим хартијама. Како корисници кредита извршавају своје обавезе плаћањем месечне рате, тако купци ових хартија од вредности остварују приходе.²⁶ Свака даља препродаја хипотекарних хартија од вредности постаје све ризичнија за инвеститора који је последњи купио ове хартије јер оваква улагања карактерише велика информациона асиметрија.²⁷ То значи да инвеститор нема или не поседује довољно информација које могу бити значајне за доношење одлуке о инвестирању. Објаснимо ово.

У процес секјуритизације у земљама у којима је овај процес нарочито развијен, као на пример у САД, укључено је више субјеката са тачно одређеним улогама. То су иницијатор секјуритизације (банка), правно лице са посебном наменом, инвестиционе банке и сервисер.²⁸ Сваки учесник у овом поступку мора да обави своју функцију која му је додељена како би секјуритизација била успешно окончана. На крају поступка секјуритизације појављују се инвеститори који купују секјуритизоване хартије од вредности. Могу их куповати и у поступку емисије, али и касније – у трговини на секундарном тржишту, тј. у препродаји. Међутим, са становишта информационе асиметрије нарочито је значајно секундарно тржиште јер је на њему информациона асиметрија

средстава, мотив да банке приступе секјуритизацији лежи и у додатном извору профита банака који настаје услед разлике у каматним стопама.

²⁵ Правно лице са посебном наменом (*special purpose entity*) постоји у англосаксонским земљама. Може имати улогу емитента секјуритизованих хартија од вредности након што банке које су одобриле хипотекарне кредите изместе пул ових кредита из својих биланса у биланс овог правног лица. Онда долази до емитовања хартија од вредности. Таква секјуритизација је стандардна. Међутим, секјуритизација се може спровести и када пул хипотекарних кредита остане у билансу банке (Лабудовић, Ј., *Секјуритизација у осигурању*, Право и привреда, бр. 5-8/2009, стр. 236). У САД секјуритизацију су вршиле и агенције које је основала држава – *Federal National Mortgage Association – Fannie Mae* (премда је од 1968. године приватизована), *Government National Mortgage Association – Ginnie Mae*, *Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac*. Више о њиховом настанку и улози видети код: Rose, P., Marquis, M., *Finansijske institucije i tržišta*, Beograd, 2011, стр. 728-729.

²⁶ Rose, P., Hudgins, S., *нав. дело*, стр. 277.

²⁷ Информациона асиметрија може имати утицаја на цене активе, одлуке инвеститора, тржишне трансакције, губитке, профит, али и на читаву економију једне земље.

²⁸ Сервисер је лице који надгледа уредно извршавање обавеза од стране корисника кредита (плаћање месечних рата), тј. стара се о континуираном приливу средстава, што је врло важно за успешан процес секјуритизације (Лабудовић, Ј., *нав. чланак*, стр. 237).

посебно изражена. На секундарном тржишту се «губи веза» са корисницима кредита чији су кредити били предмет секјуритизације. Секјуритизација је, како се у литератури наводи, «безличан» процес на секундарном тржишту.²⁹ Инвеститор који купује ове хибридне хартије од вредности нема, односно располаже врло оскудним информацијама о томе да ли је корисник кредита од чијег уредног извршавања обавеза по основу одобреног кредита, зависи приход емитента, кредитно способан или не, каква је његова кредитна историја. Такође, инвеститор не зна да ли банке наплаћују своја потраживања, да ли је правилно утврђен кредитни рејтинг ових хартија од вредности од стране рејтинг агенција и сл. Процес креирања ових хартија, емитовања и улагања у њих укључује различите субјекте и што је један субјект «удаљенији» од корисника кредита располаже са све мање информација. То се нарочито односи на последњег инвеститора коме не може бити познато све оно што и банци која одобрава кредит, нарочито ако се секјуритизованим хартијама од вредности тргује на међународном тржишту. Поуздане и тачне информације су веома важне за све оне који на основу њих доносе одлуке. На пример, да ли улагати или не у хипотекарне хартије од вредности. Основ за емитовање хартија од вредности је хипотекарни кредит чија уредна отплата зависи од корисника кредита, а опет с друге стране уредна отплата кредита ствара приход инвеститору у секјуритизоване хартије од вредности. Као што видимо, веза постоји али се она са даљом трговином све више «тањи», па се може рећи да улагање у хипотекарне хартије од вредности карактерише неједнакост у расположивим информацијама субјектата. Доказ велике информационе асиметрије у вези са улагањем у хипотекарне хартије од вредности представља и последња финансијска криза 2007-2009.

4. Јавна и приватна трговина

Рекли смо већ да инвестициони фондови који улажу у некретнине прибављају свој капитал емисијом акција у поступку јавне емисије и да након тога не врше докапитализацију. Након емисије, акцијама фонда се може трговати на секундарном тржишту – берзи или ОТПЦ. Предност такве трговине је што је у трговину укључен велики број учесника, а осим тога јавна трговина обезбеђује већу ликвидност. Са ценама које се постигну у јавној трговини јавност мора бити упозната. Оваква, јавна трговина доприноси да цене могу варирати у зависности од нових информација које се појаве.³⁰

²⁹ Kau, J., Keenan, D., Lyubimov, C., Slawson, C., *Asymmetric Information in the Subprime Mortgage Market*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol 44, Issue 1-2, 2012, p. 67.

³⁰ Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P., *нав. дело*, стр. 11.

Супротно од јавне трговине, приватна трговина обезбеђује много мању ликвидност јер се трансакције одвијају између једног продавца и једног купца. Информације о томе се не објављују. Цена која се постигне није подобна за анализу јер је настала на основу сагласности две уговорне стране, па се тако не може поуздано просуђивати ни вредност активе која је предмет трговине.³¹ Приватна трговина се не обавља често, већ спорадично. Зависно од тога да ли се спроводи јавна или приватна трговина могу остварити различити приноси, али и ризици могу бити различити, с тим да се ризик улагања у некретнину може променити протеком времена.³²

Претходно смо рекли да су дивиденде које исплаћују ови фондови често високе. Високе дивиденде привлаче инвеститоре, па зато фондови могу вршити и манипулисање. То је примећено пре свега код нелистираних инвестиционих фондова који улажу у некретнине.³³ Наиме, високим дивидендама *REITs* могу стимулисати улагање у њих и тако привлачити инвеститоре.

Последњих година, цене акција листираних *REITs* у САД су врло високе у односу на дивиденде. Утврђено је да високу вредност акција не могу да објасне нити ниске каматне стопе нити премија на ризик. Тржиште је одредило високе цене комерцијалних некретнина. Ниска каматна стопа након кризе 2007-2009 је откривљена за високу вредност финансијске активе, као и некретнина.³⁴

5. Пореска ослобођења и инвестициони фондови који улажу у некретнине

Један од битних предуслова за пословање инвестиционих фондова који улажу у некретнине јесте адекватна пореска политика. Порески третман је врло важан због високих дивиденди које се исплаћују инвеститорима, па би се могло десити да ако ови фондови не уживају ослобођење од пореза на добит, дивиденде буду двоструко опорезоване. Након плаћеног пореза на добит на нивоу фонда, акционари фонда плаћају порез на дивиденде. Дивиденде се исплаћују из остварене добити. То значи да је реч о двоструком опорезивању. Ослобођење од плаћања пореза на добит стимулативно делује на раст тржишта некретнина. Другим речима, тако се подстиче инвестициона активност на овом тржишту – куповина некретнина, изградња објеката итд. Важност ослобођења од пореза на добит препознале су многе државе, а пре свих САД у којима су ови фондови настали. Тако рецимо, у САД ови фондови се ослобађају пореза

³¹ Исто, стр. 12.

³² Suryanarayanan, R., Stefek, D., *Private and Public Real Estate: What is the Link?*, 2010, MSCI Research Insight, MSCI Research, available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1707500>

³³ О томе видети: Wiley, J., *Dividend Manipulation at Unlisted REITs*, Real Estate Economics, Vol 46, Issue 4, 2018, p. 887-935.

³⁴ Van Nieuwerburgh, S., *Why Are REITs Currently So Expensive?*, Real Estate Investment Trusts, Vol 47, 2019, p. 18-65.

на добит под условом да задовоље одређене услове. Један од услова за пореско ослобођење је да фондови исплаћују акционарима 90% остварене добити на име дивиденде.³⁵ Расподела овако високог процента остварене добити може се похвалити са становишта акционара са једне стране, али са друге стране и критиковати јер врло мали проценат остварене добити остаје за реинвестирање. Пореско ослобођење датира из друге половине XIX века, прецизније од 1880. године. Ако би се целокупна остварена добит расподелила корисницима траста, онда траст не би био обвезник пореза на добит, тј. био би ослобођен овог пореза. Касније је ова бенефиција укинута од стране Врховног суда, да би се опет пореска повластица увела од 60-их година XX века.³⁶

Пореска погодност за инвестиционе фондове који улажу у некретнине у САД, тј. пореско ослобођење важи, поред осталог, и уколико највећи део свог бруто прихода (3/4) остварују од ренти, камата на хипотекарне кредите, као и од продаје некретнина. Иако се не плаћа порез на добит, опорезоване су дивиденде, као и капитална добит.

Иако је било најава да ће почети са радом и у Републици Србији, то се још увек није десило. Услов да би почели са радом на домаћем тржишту је да се ослободе обавезе плаћања пореза на добит. Могуће је и да је ограничење за оснивање ових фондова и то што у Републици Србији није дозвољена секјуритизација, па ови фондови на домаћем тржишту не могу улагати у секјуритизоване хартије од вредности. Иако је био урађен нацрт Закона о секјуритизацији, повучен је због великог ризика који би наступио за домаће финансијско тржиште. Ризик улагања у секјуритизоване хартије најбоље је илустровала глобална финансијска криза 2007-2009.

6. Закључак

Инвестициони фондови који улажу у некретнине представљају важне институционалне инвеститоре који обезбеђују развој тржишта некретнина. Велика популарност ових фондова долази од високих дивиденди које исплаћују својим акционарима (чак и 90% остварене добити), али и од чињенице што повезују тржиште некретнина и тржиште капитала. Улажу у некретнине, хипотекарне кредите и хипотекарне хартије од вредности.

У Републици Србији још увек нема инвестиционих фондова који улажу у некретнине иако је било најава да ће почети са радом. Као разлог томе најчешће се наводи чињеница што им законодавац није пружио пореску олакшицу у виду ослобођења од обавезе плаћања пореза на добит.

³⁵ Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P., *нав. дело*, стр. 13. У Белгији је обавеза да се расподели 80% остварене добити на име дивиденде.

³⁶ Brueggeman, W., Fisher, J., *Real Estate Finance and Investments*, 2011, p. 678.

*Jasmina Labudović Stanković, Ph.D., Associate Professor
Faculty of Law, University of Kragujevac*

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

Summary

Real estate investment trusts (REITs) are a type of closed-end funds. They are very popular in the world. REITs invest in real estate (land, residential and commercial buildings, special parts of buildings, apartments, resorts, shopping centers, etc.), mortgage loans and mortgage securities. The stocks of REITs are traded on the secondary market - usually on the OTC, and the dividends they pay can be very high when the real estate market grows. Usually, REITs enjoy tax benefits - they are exempt from corporate income tax.

Key words: *real estate investment trusts, mortgage loans, mortgage securities, real estate market, capital market.*