

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

تأمین مالی املاک و مستغلات

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات

صندوق‌های زمین و ساختمان

حسین عبده تبریزی
میشم رادپور

سی‌ویک فروردین ۱۴۰۰
ویراست دوم برای ارائه در دانشگاه صنعتی شریف، دانشکده مدیریت و اقتصاد،
کلاس املاک و مستغلات؛ سرمایه‌گذاری و تأمین مالی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات

- ✓ تعریف
- ✓ انواع
- ✓ الزامات قانونی

صندوق سرمایه گذاری مستغلات

(Real Estate Investment Trust)

- واحدی تجاری است که به منظور کسب سود سبدي از دارایی های مبتنی بر املاک و مستغلات را خرید، ایجاد و اداره می کند. سود حاصل از سبد سرمایه گذاری میان سهامداران صندوق سرمایه گذاری مستغلات توزیع می شود.

بر اساس تعریف انجمن ملی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات (NAREITs)

- صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات شرکتی است که به منظور خرید و ادارهٔ املاک و مستغلات درآمدزا (income-producing real estates) از قبیل آپارتمان، مراکز خرید، دفاتر اداری، انبار و ... تأسیس می‌شود. برخی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات در دارایی‌های مالی مبتنی بر املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کنند.

تاریخچه REITs در ایالات متحده

در تاریخ ۱ ژانویه ۱۹۶۱ الحاقیه قانون مالیات‌ها مزایای مالیاتی خاصی را برای نوع جدیدی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌بینی می‌کند. بر اساس این الحاقیه، در صورتی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات شرایط معینی را احراز نمایند، سود تقسیمی آن‌ها معاف از مالیات خواهد بود. تصویب قانون یادشده به این منظور صورت گرفت که برای تمامی سرمایه‌گذاران فرصت سرمایه‌گذاری در سبد سرمایه‌گذاری متنوعی از املاک و مستغلات درآمدزا فراهم گردد. با تصویب این قانون، سرمایه‌گذاری در طبقه دارایی املاک و مستغلات از طریق خرید و فروش اوراق بهادار امکان‌پذیر شد.

تفاوت REOCs و REITs

شرکت عملیاتی مستغلات

(Real Estate Operating Companies)

- شرکتی است که سهام آن در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود و کسب و کار اصلی آن سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات می‌باشد. این شرکت‌ها شبیه REITs هستند با این تفاوت که REOC بخش عمده سود خود را در جهت توسعه کسب و کار مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کند در حالی که REIT بخش عمده سود خود را در میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند. همچنین REOCs نسبت به REITs از بابت نوع سرمایه‌گذاری‌های خود در املاک و مستغلات انعطاف بیشتری دارند. از آن‌جا که REOCs قسمت عمده سود خود را مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کنند فاقد مزایای مالیاتی‌ای هستند که مشمول REITs می‌شود. سرمایه‌گذاران REOCs عموماً عایدات سرمایه‌ای حاصل از املاک و مستغلات را به جریان نقدی ناشی از اجاره مستغلات درآمداً ترجیح می‌دهند.

انواع REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات

- Equity REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی

- Mortgage REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ترکیبی

- Hybrid REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات

- املاک و مستغلات درآمدها را خریداری و اداره می‌کنند. این صندوق‌ها در طیف وسیعی از فعالیت‌ها مانند لیزینگ، تعمیر و نگهداری، ساخت‌وساز املاک و مستغلات و ارائه خدمات به مستأجران اشتغال دارند. وجه تمایز عمده این صندوق‌ها و شرکت‌های عملیاتی مستغلات (REOCs) آن است که در REITs خرید یا ساخت‌وساز به منظور نگهداری، اداره و نهایتاً کسب درآمد (عمدتاً اجاره) صورت می‌گیرد نه به منظور فروش

صندوق سرمایه گذاری
مستغلات رهنی

Mortgage Reit

- عمدتاً سبد سرمایه گذاری آنها سرمایه گذاری مستقیم از طریق اعطای وام به صاحبان مستغلات و شرکت های عملیاتی مستغلات (REOCs) یا سرمایه گذاری غیرمستقیم از طریق خرید وام های رهنی یا اوراق بهادار با پشتوانه رهن را شامل می شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری
مستغلات ترکیبی

Hybrid Reit

- سبد سرمایه‌گذاری آن شامل دارایی‌های واقعی و مالی املاک و مستغلات می‌شود.

سرمایه‌گذاری‌های عمده REITs

بازارهای خصوصی	بازارهای عمومی	
<p>ملک <input type="checkbox"/></p>	<p>سهام یا واحدهای سرمایه‌گذاری در</p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> شرکت‌های عملیاتی مستغلات <input type="checkbox"/> صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات <input type="checkbox"/> صندوق‌های زمین و ساختمان <input type="checkbox"/> صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک 	<p>دارایی‌های مبتنی بر حق مالی</p>
<p>وام‌های رهنی <input type="checkbox"/></p>	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> اوراق قرضه <input type="checkbox"/> اوراق بهادار با پشتوانه رهن • گواهی انتقالی سپرده • تعهدات رهنی وثیقه دار 	<p>دارایی‌های مبتنی بر بدهی</p>

بخش و زیربخش‌های املاک و مستغلات وابسته به Reit در امریکا

صنعتی / دفتر	بین ۹ تا ۲۱٪	شامل دفتر، صنعتی، تفریحی
خرده‌فروشی	۲۵٪	شامل مراکز خرید، مال‌های منطقه‌ای، تک‌مغازه‌ها
اقامتی	۲۹٪	شامل آپارتمان‌ها و خانه‌های ساخته‌شده
متنوع	۸٪	
دیگر	۱۸٪	شامل اقامتگاه‌های تفریحی، انبارهای سلف سرویس، مراکز بهداشتی، و تسهیلات رهنی (برای خانه و تجاری)

تحولات Reits در امریکا

قبل از ۱۹۸۶ - مدیریت منفعل (غیر فعال)

- ❖ مدیران، هیأت امناء و کارکنان Reit اجازه نداشتند فعالانه دارایی‌های Reit را مدیریت کنند.
- ❖ پیمانکاران مستقل این وظایف را انجام می‌دادند.
- ❖ Reit دارایی‌های مبنا را مستقیم در اختیار داشت.

بعد از ۱۹۸۶ - مدیریت فعال

- ❖ قانون اصلاحی ۱۹۸۶ محدودیت مدیریت این نهادها را برداشته و آزاد کرد.
- ❖ به Reit اجازه داد نگاهداری ساختمان‌ها و دیگر خدمات به مستأجران را برعهده گیرد.
- ❖ شرکت‌های عملیاتی با ادغام عمودی شکل گرفت که کاملاً در ساخت و نگاهداری فعال بودند.

شکل Reit ایرانی چه باید باشد؟

مزایای سرمایه‌گذاری در REITs

مزایای مالیاتی

- در صورت رعایت الزامات قانونی، سود تقسیمی REITs از مالیات شرکتی معاف می‌باشد.

نقد شوندگی

- سهام REITs خصوصاً در صورتی که در بورس اوراق بهادار لیست شده باشد، بسیار نقدشو است.

تنوع سرمایه‌گذاری

- REITs امکان سرمایه‌گذاری در مستغلات غیرمسکونی مانند هتل‌ها، مراکز خرید و سایر مستغلات تجاری و صنعتی را فراهم می‌آورد.

مدیریت حرفه‌ای

- با سرمایه‌گذاری در REITs، سرمایه‌گذاران از مدیریت حرفه‌ای برای ادارهٔ سبد دارایی‌های مبتنی بر املاک و مستغلات بهره‌مند می‌شوند.

اهم الزامات قانونی REITs در ایالات متحده

الزامات دارایی

- حداقل ۷۵ درصد از ارزش دارایی‌های REITs باید شامل دارایی‌های مبتنی بر املاک و مستغلات باشد. از قبیل ملک و وام با وثیقه ملکی

الزامات درآمد

- حداقل ۷۵ درصد از سود ناخالص REITs باید شامل درآمد اجاره ملک و یا بهره وام‌های رهنی باشد.

الزامات تقسیم سود

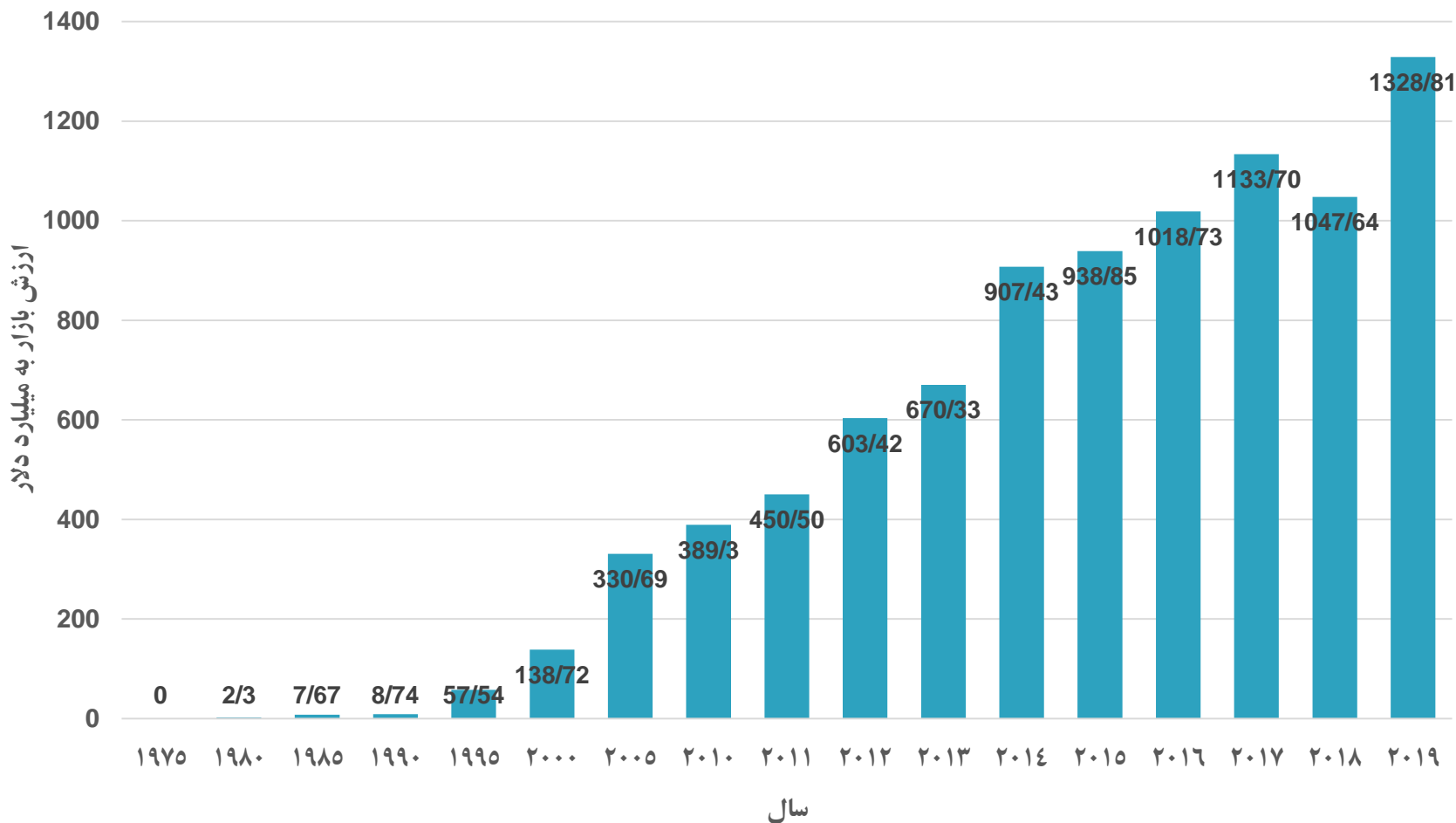
- حداقل ۹۰ درصد از درآمد مشمول مالیات REITs باید میان سهامداران توزیع شود. هر اندازه که سود انباشته کند، آن قسمت از سود مانند سایر شرکت‌ها مشمول مالیات می‌شود.

الزامات مالکیت

- سهام REITs تماماً قابل انتقال است. تعداد سهامداران REITs نباید کمتر از ۱۰۰ نفر باشند و نیز بیش از ۵۰ درصد سهام نباید در مالکیت ۵ نفر سهامدار یا کمتر باشد.

ارزش بازار صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مستغلات (Reit) قابل معامله در بورس امریکا

ارزش بازار صندوق‌های سرمایه‌گذاری در
مستغلات (Reit) قابل معامله در بورس امریکا

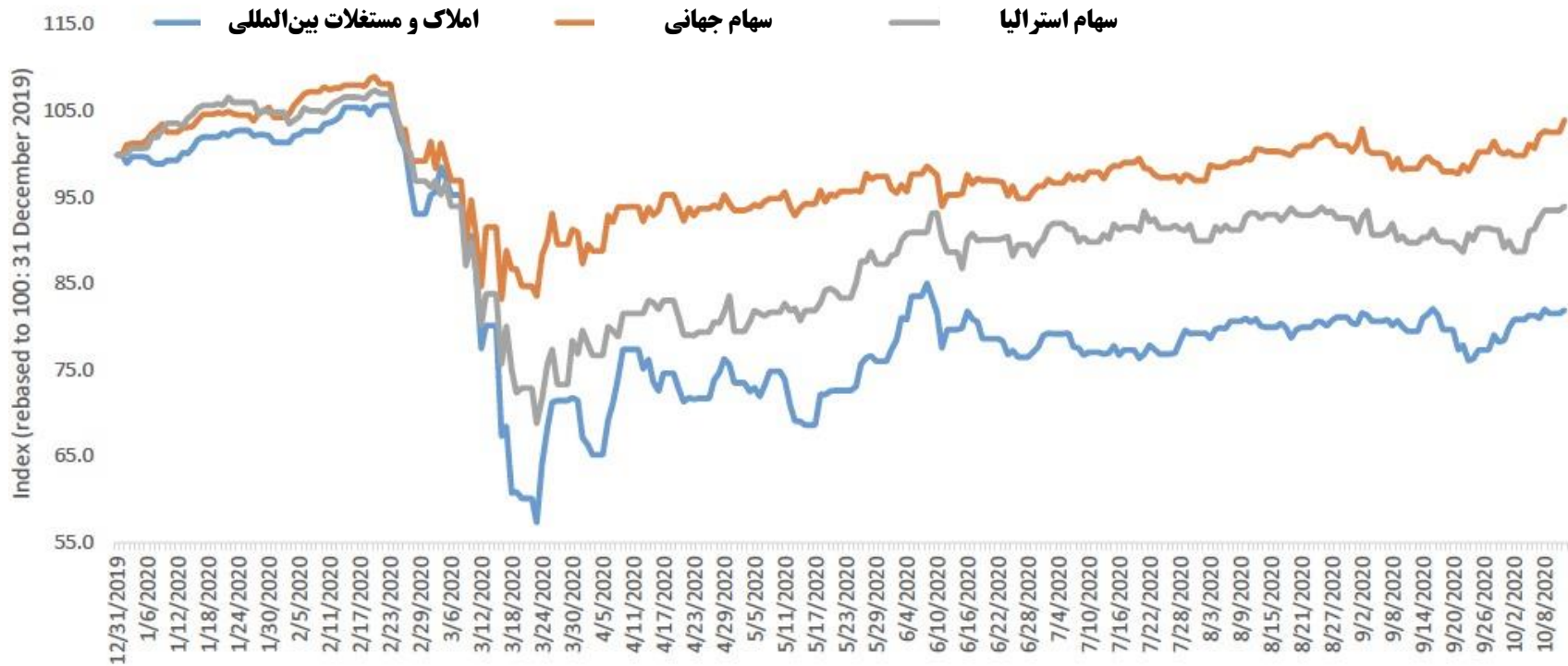


کل بازار تا مقطعی به ۶۶۰۰ میلیارد دلار هم رسیده است

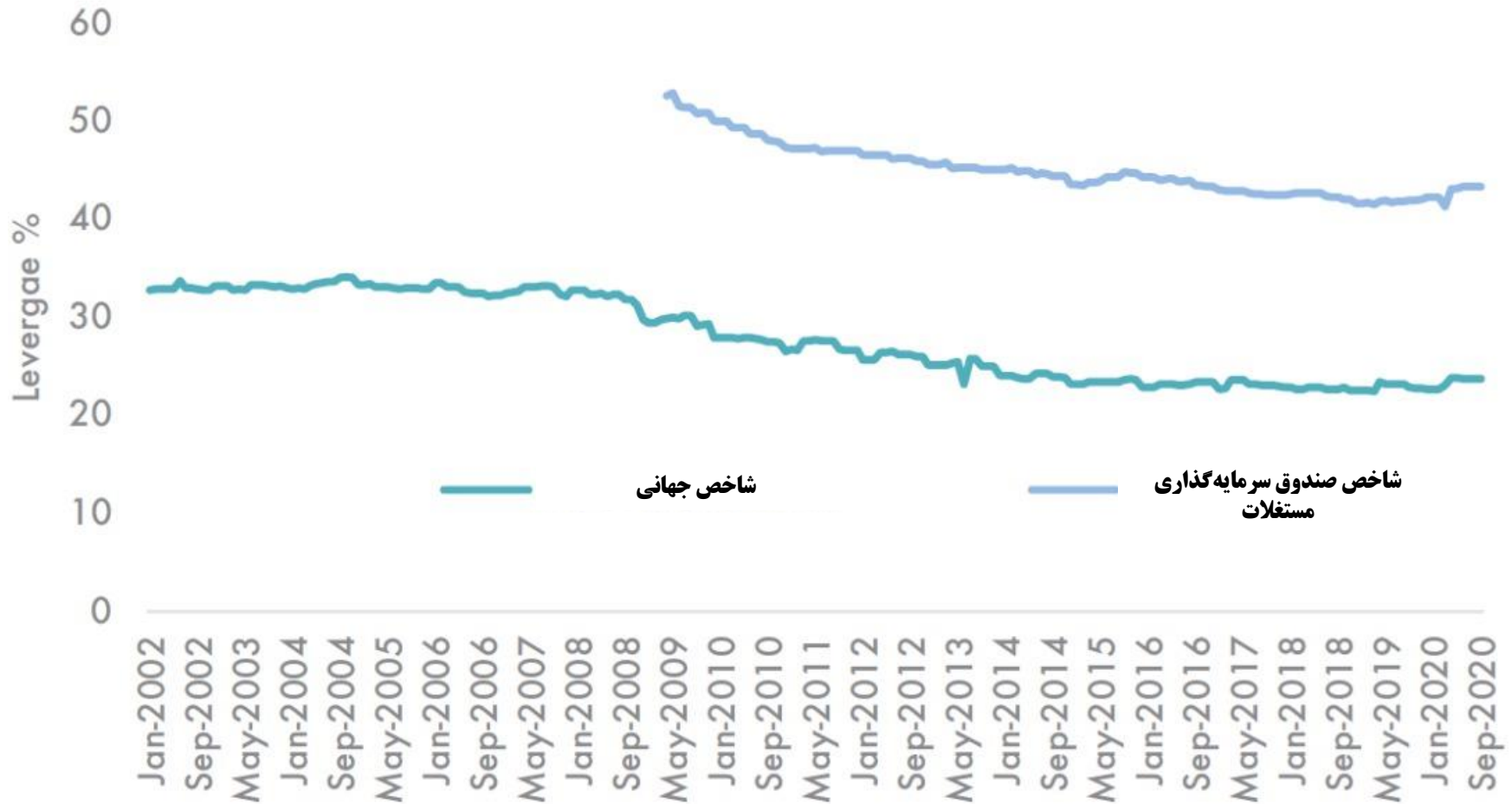
اندازه‌گیری عملکرد Reit

عایدی هر سهم	(EPS)	که عددی حاصل از ارقام حسابداری است
وجوه حاصل از عملیات	(FFO)	Funds From Operation جریان نقدی Reit (بدون استهلاک)
وجوه قابل توزیع	(FAD)	Fund Available for Distribution بدلی از FCF = جریان نقدی Reit منهای هزینه‌های سرمایه‌ای نُر مال شده
جریان نقدی آزاد	(FCF)	Free Cash Flow
ارزش خالص دارایی‌ها	(NAV)	Net Asset Value

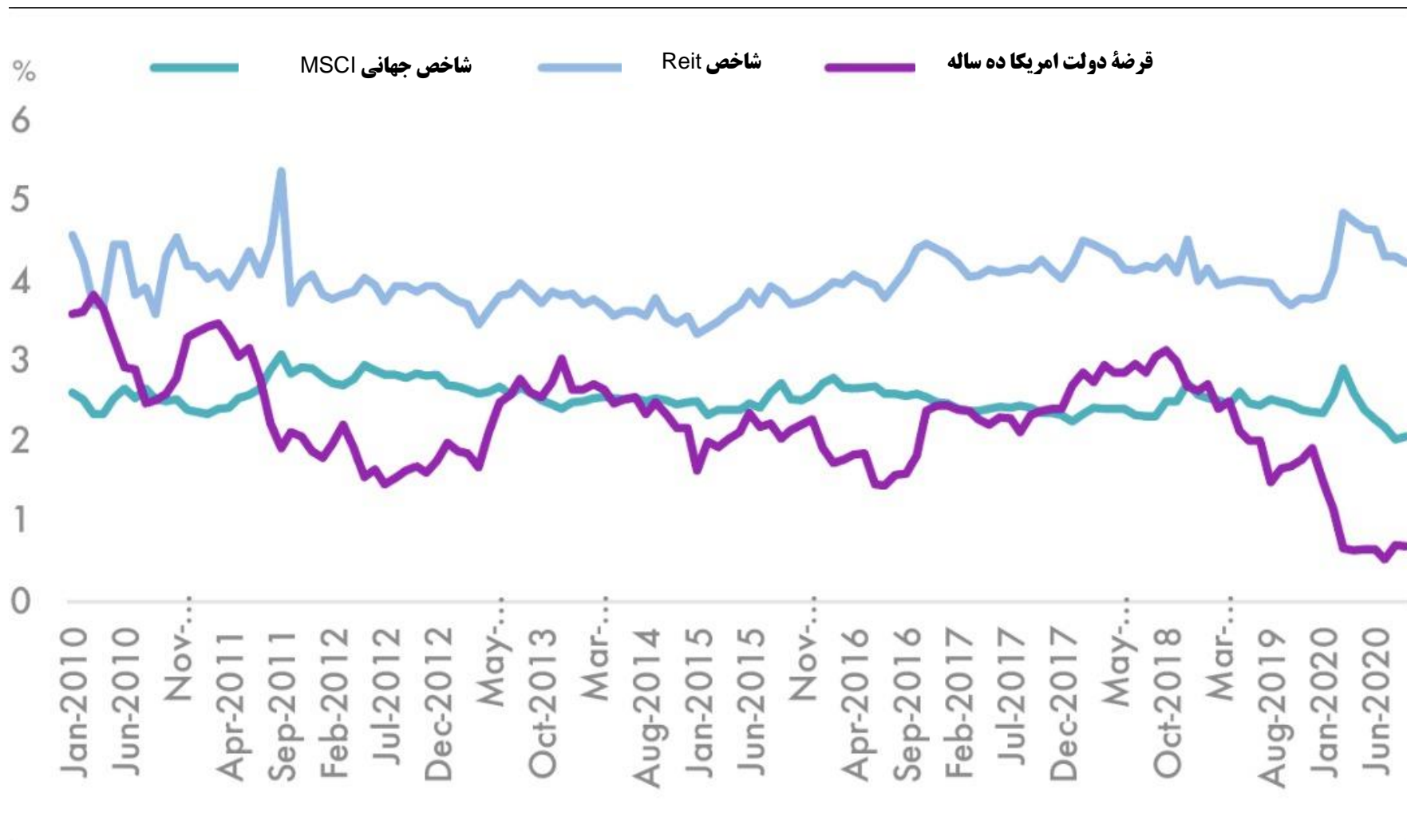
نمودار شاخص دارایی‌ها در سال ۲۰۲۰



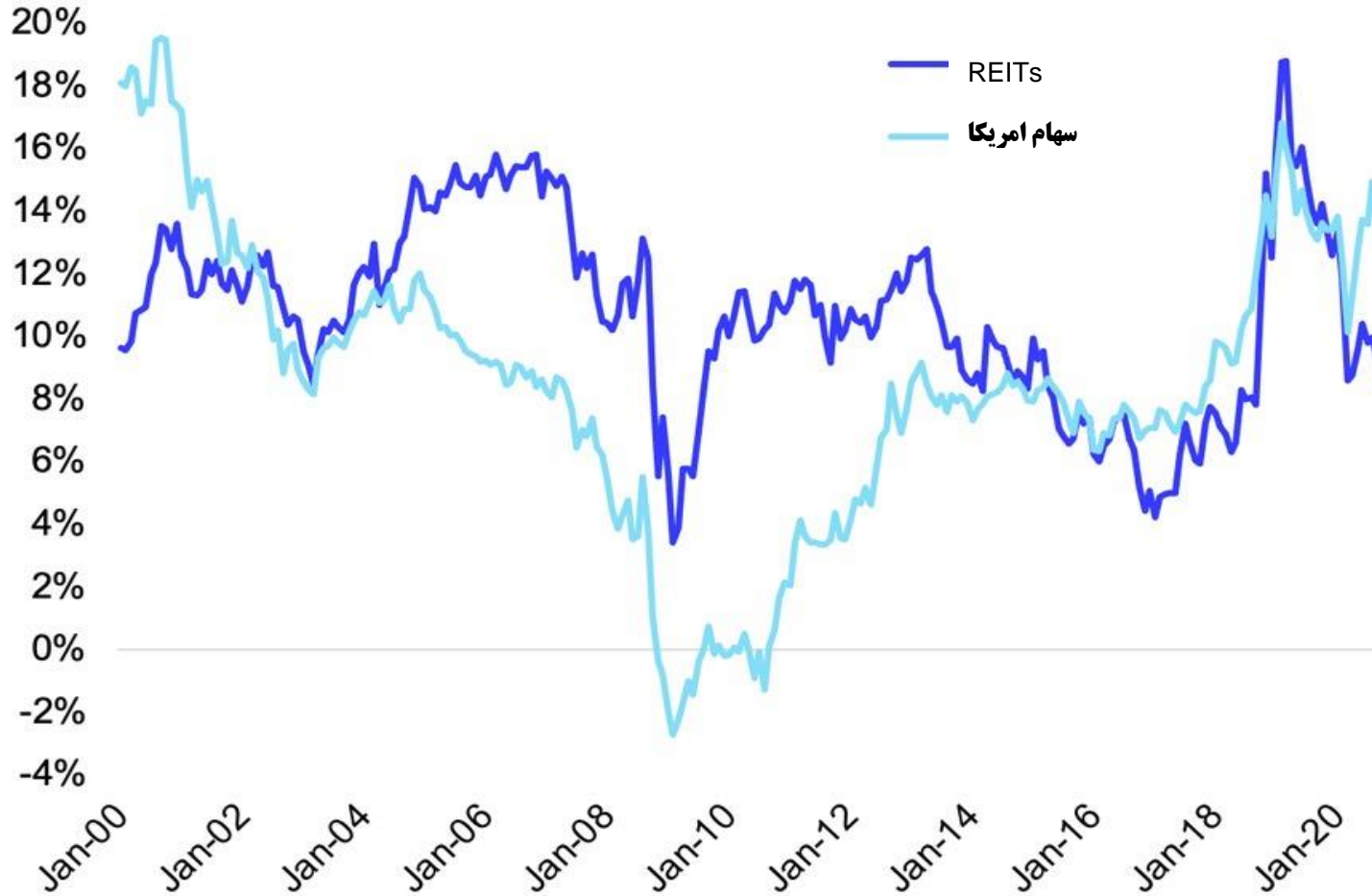
نمودار استفاده از اهرم مالی



نمودار بازده Reits



بازده ده ساله میانگین متحرک سالانه



Source: Nareit analysis of Factset monthly returns from January 1990 through October 2020.

Reits در بریتانیا

ساختار ثبت به شکل شرکت نظیر سایر شرکت‌های بورسی
خرید و فروش سهام مثل سهام هر شرکت دیگر در بورس
طبق قواعد:

- ❖ ۹۰٪ سود حاصل از اجاره‌داری باید هر سال به سهامداران پرداخت شود.
- ❖ ۷۵٪ سود باید حاصل کسب و کار اجاره‌داری باشد.
- ❖ ۷۵٪ دارایی‌های ناخالص شرکت باید دارایی‌ها و وجوه نقدی باشد که مرتبط با املاک و مستغلات است.

در گذشته، اجاره‌ها مشمول مالیات می‌شد و بعد از سود تقسیمی هم مالیات گرفته می‌شد (مالیات مضاعف)
اکنون (از سال ۲۰۰۷ با شکل‌گیری Reit) مالیات مضاعف اخذ نمی‌شود.

Reits در دنیا

۴۰ کشور در دنیا مدل Reits ایالات متحد را دنبال کرده‌اند.

کشورهای G7

سایر اروپا (بلژیک، فنلاند، یونان، مجارستان، بلغارستان، ایرلند، هلند، پرتغال و اسپانیا)

آنگلوساکسون‌های دیگر (استرالیا و نیوزیلند)

قاره آمریکا (برزیل، کوستاریکا، و مکزیک)

خاورمیانه (بحرین، دوبی، اسرائیل، عمان، عربستان، و ترکیه)

بقیه آسیا (هنک کنگ، هند، پاکستان، فیلیپین، سنگاپور، کره جنوبی، سریلانکا، مالزی، تایوان،

تایلند و ویتنام)

آفریقا (کنیا و آفریقای جنوبی)

کشورهایی که در دست بررسی دارند

آرژانتین، کامبوج، چین، غنا، اندونزی، مالتا، نیجریه، لهستان، سوئد و تانزانیا

صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان در ایران

- ✓ تعریف
- ✓ اهداف
- ✓ ارکان

صندوق زمین و ساختمان (real estate fund)

- نهاد مالی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادر تأسیس شده و به جمع آوری سرمایه از عموم و تخصیص آن به سرمایه گذاری در ساخت پروژه ساختمانی مشخص و فروش واحدهای ساختمانی آن می پردازد. درحقیقت این دسته از صندوق ها از نوع Project Fund ها می باشند.

اهداف صندوق زمین و ساختمان

تأمین منابع مالی مورد نیاز برای پروژه ساختمانی

بهره‌مندی سرمایه‌گذاران خرد از سود ناشی از ساخت‌وساز

مصونیت سرمایه‌گذاران خرد از افزایش قیمت بخش مسکن

تفاوت صندوق زمین و ساختمان با صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات

صندوق سرمایه‌گذاری
مستغلات

تخصیص وجوه به خرید و اجاره
تحریک طرف تقاضا

صندوق زمین و ساختمان

تخصیص وجوه به ساخت پروژه
تحریک طرف عرضه

صندوق‌های زمین و ساختمان وجوه گردآوری شده را به ساخت پروژه تخصیص داده و سوی عرضه را تقویت می‌کنند؛ از این رو این صندوق‌ها با REITs که سرمایه خود را به خرید و اجاره پروژه‌های ساختمانی اختصاص می‌دهند و سمت تقاضا را تحریک می‌کنند، تفاوت بنیادی دارند.

فرآیند کلی عملکرد صندوق زمین و ساختمان

جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران

تخصیص وجوه به پروژه ساختمانی

فروش واحدهای ساختمانی پروژه

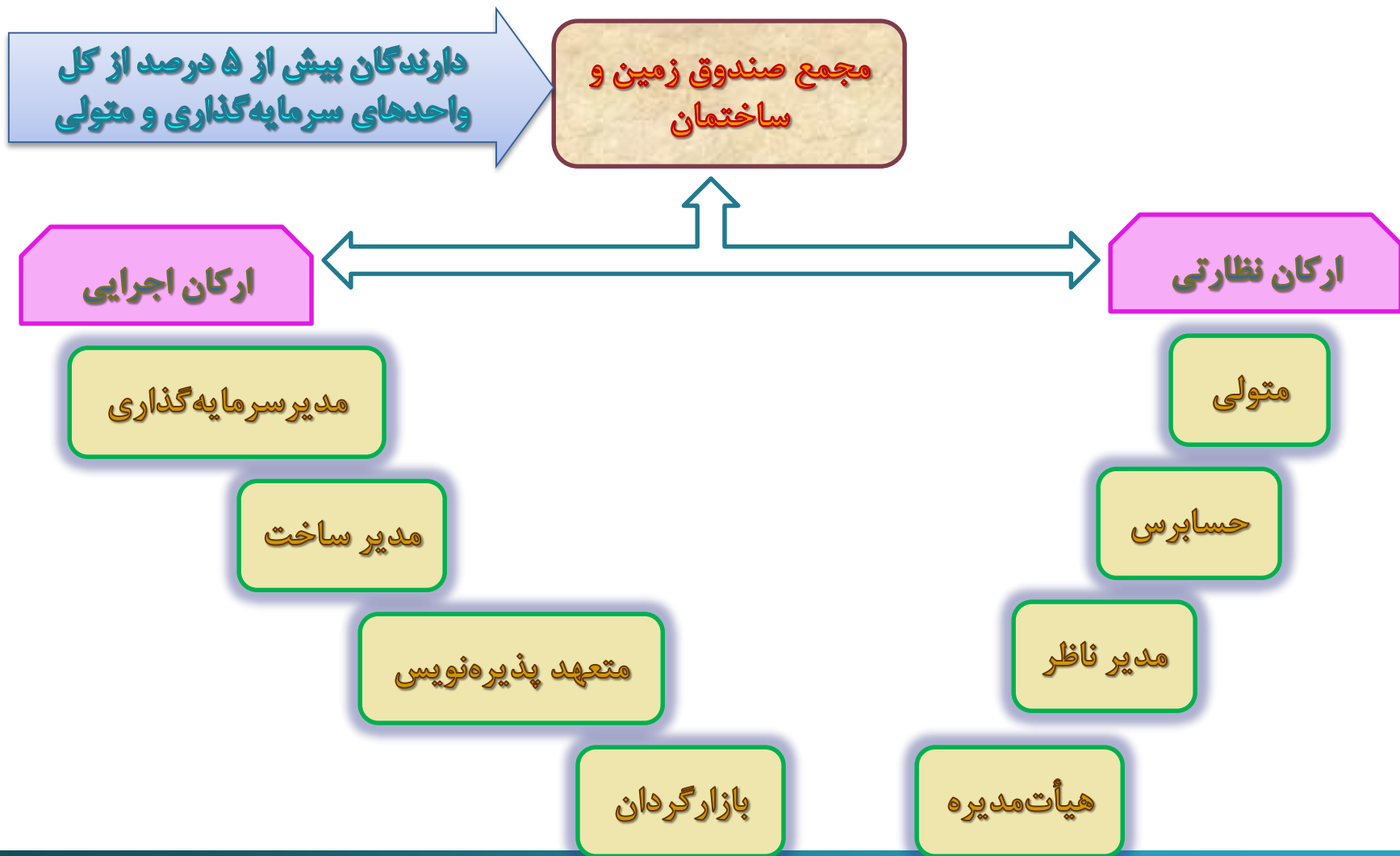
اعطای وجوه به دست آمده به سرمایه گذاران

ساختار صندوق‌های زمین و ساختمان

صندوق‌های زمین و ساختمان ساختاری متفاوت با صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دارند و اصولاً **mutual fund** محسوب نمی‌شوند.

در طراحی صندوق‌های زمین و ساختمان از الگوی بین‌المللی خاصی استفاده نشده و با توجه به ساختار و فعالیت ویژه، معادل **”construction fund”** برای آن در نظر گرفته شده است.

ارکان صندوق زمین و ساختمان



مراحل تأسیس و فعالیت صندوق‌های زمین و ساختمان



با تشکر