

بسم الله الرحمن الرحيم

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات صندوق‌های زمین و ساختمان

حسین عبده تبریزی

۲۰ اردیبهشت ماه ۱۴۰۱
ویراست سوم برای ارائه در دانشگاه صنعتی شریف، دانشکده مدیریت و اقتصاد،
کلاس املاک و مستغلات؛ سرمایه‌گذاری و تأمین مالی

صندوق سرمایه گذاری مستغلات (Real Estate Investment Trust)

- واحدی تجاری است که معمولاً به منظور کسب سود، سبدي از دارایی‌های مبتنی بر املاک و مستغلات را خرید، ایجاد و اداره می‌کند. سود حاصل از سبد سرمایه گذاری میان سهامداران صندوق سرمایه گذاری مستغلات توزیع می‌شود.

بر اساس تعریف انجمن ملی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات (NAREITs)

- صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات نهادی 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 هم سرمایه‌گذاری می‌کنند.

تاریخچه REITs در ایالات متحده

در تاریخ ۱ ژانویه ۱۹۶۱ الحاقیه قانون مالیات‌ها در امریکا، 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 می شود و کسب و کار اصلی آن سرمایه گذاری در املاک و مستغلات می باشد. این شرکت ها شبیه REITs هستند با این تفاوت که REOC بخش عمده سود خود را در جهت توسعه کسب و کار مجدداً سرمایه گذاری می کند، در حالی که REIT بخش عمده سود خود را در میان سرمایه گذاران توزیع می کند. همچنین REOCs نسبت به REITs از بابت نوع سرمایه گذاری های خود در املاک و مستغلات انعطاف بیشتری دارند. از آن جا که REOC قسمت عمده سود خود را مجدداً سرمایه گذاری می کند، فاقد مزایای مالیاتی است که REIT مشمول آن است. سرمایه گذاران REOC عموماً عایدات سرمایه ای حاصل از معاملات املاک و مستغلات را به جریان نقدی ناشی از اجاره مستغلات درآمدها ترجیح می دهند.

انواع REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات

- Equity REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی

- Mortgage REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ترکیبی

- Hybrid REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات

Equity Reit

- 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

- عمدهٔ سبد سرمایه گذاری آنها سرمایه گذاری مستقیم از طریق اعطای وام به صاحبان مستغلات و شرکت‌های عملیاتی مستغلات (REOCs) یا سرمایه گذاری غیرمستقیم از طریق خرید وام‌های رهنی یا اوراق بهادار با پشتوانهٔ رهن را شامل می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری
مستغلات ترکیبی

Hybrid Reit

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

سرمایه‌گذاری‌های عمده REITs

بازارهای عمومی	بازارهای خصوصی
دارایی‌های مبتنی بر حق مالی ☐ سهام یا واحدهای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عملیاتی مستغلات ☐ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ☐ صندوق‌های زمین و ساختمان ☐ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	☐ ملک
دارایی‌های مبتنی بر بدهی ☐ اوراق قرضه ☐ اوراق بهادار با پشتوانه رهن • گواهی انتقالی سپرده • تعهدات رهنی وثیقه‌دار	☐ وام‌های رهنی

بخش و زیربخش‌های املاک و مستغلات وابسته به Reit در امریکا

صنعتی / دفتر کار	بین ۹ تا ۲۱٪	شامل دفتر، صنعتی، ترکیبی
خرده‌فروشی	۲۵٪	شامل مراکز خرید، مال‌های منطقه‌ای، تک‌مغازه‌ها
اقامتی	۲۹٪	شامل آپارتمان‌ها و خانه‌های ساخته‌شده
متنوع	۸٪	
دیگر	۱۸٪	شامل اقامتگاه‌های تفریحی، انبارهای فروش دیجیتال، 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 نقدشوار 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

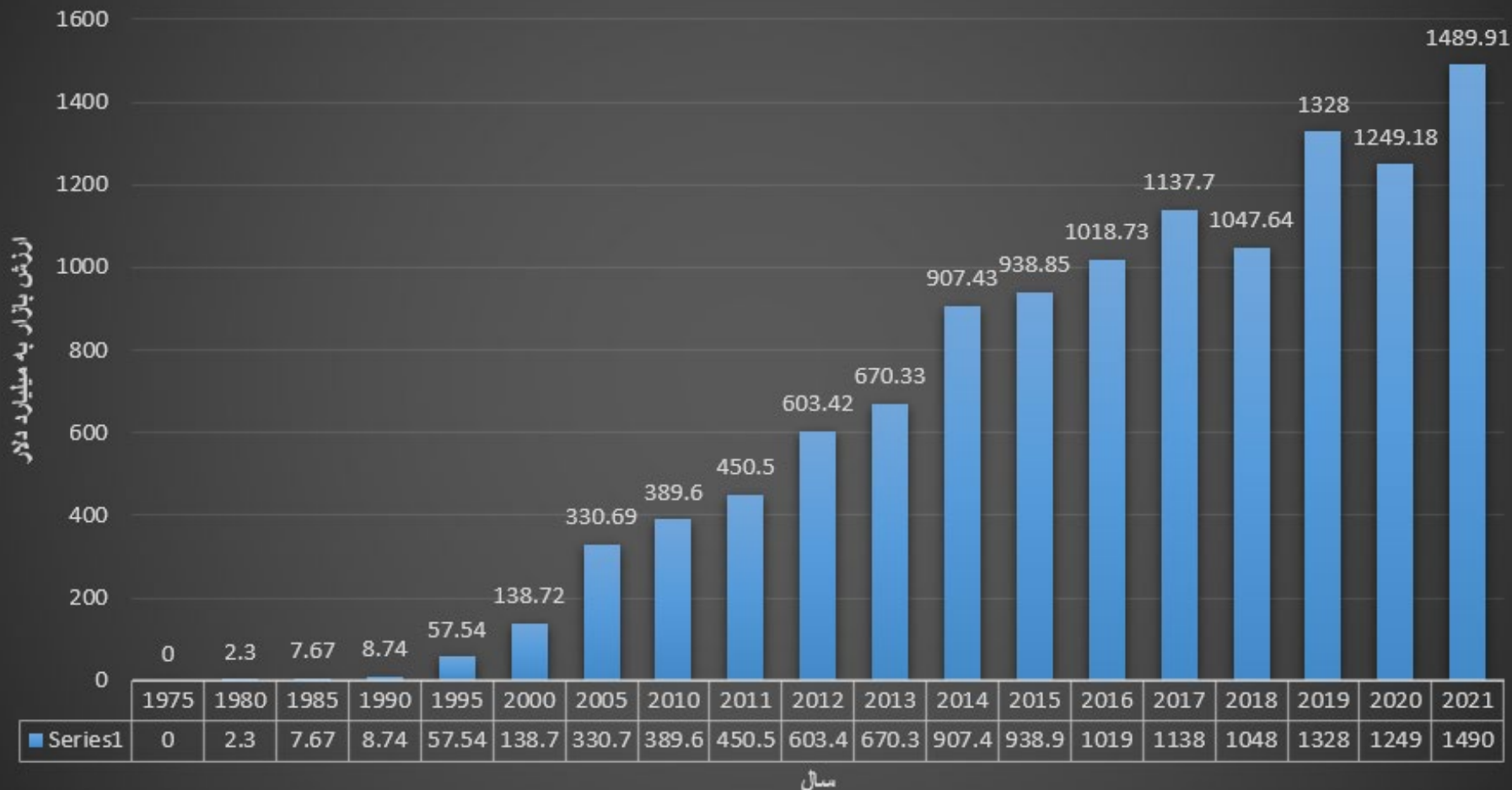
- حداقل ۹۰ درصد از درآمد مشمول مالیات REITs باید میان سهامداران توزیع شود. هر اندازه که سود انباشته کند، آن قسمت از سود مانند سایر شرکت‌ها مشمول مالیات می‌شود.

الزامات مالکیت

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

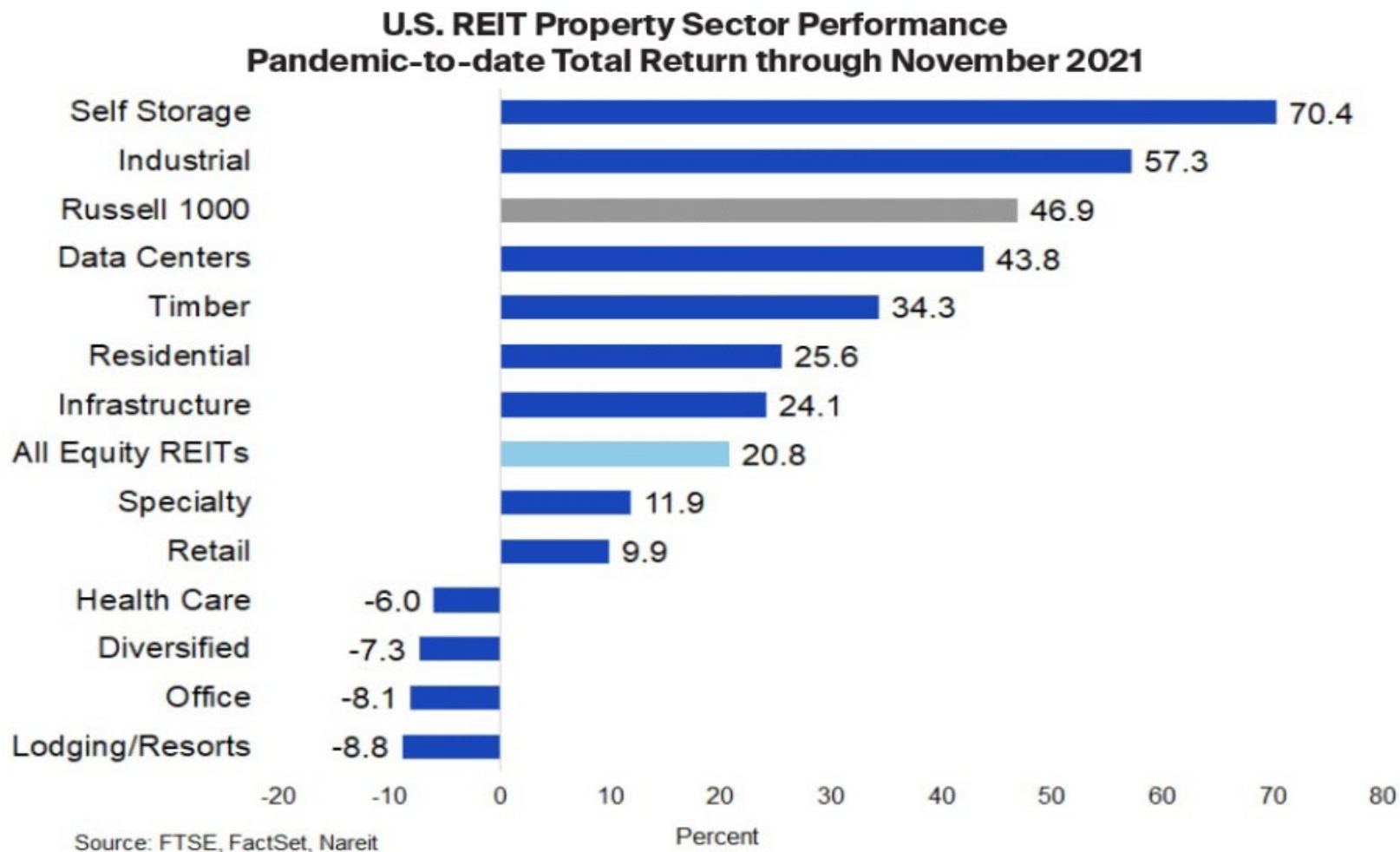
ارزش بازار صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مستغلات (Reit) قابل معامله در بورس امریکا

REITS market cap(United states)



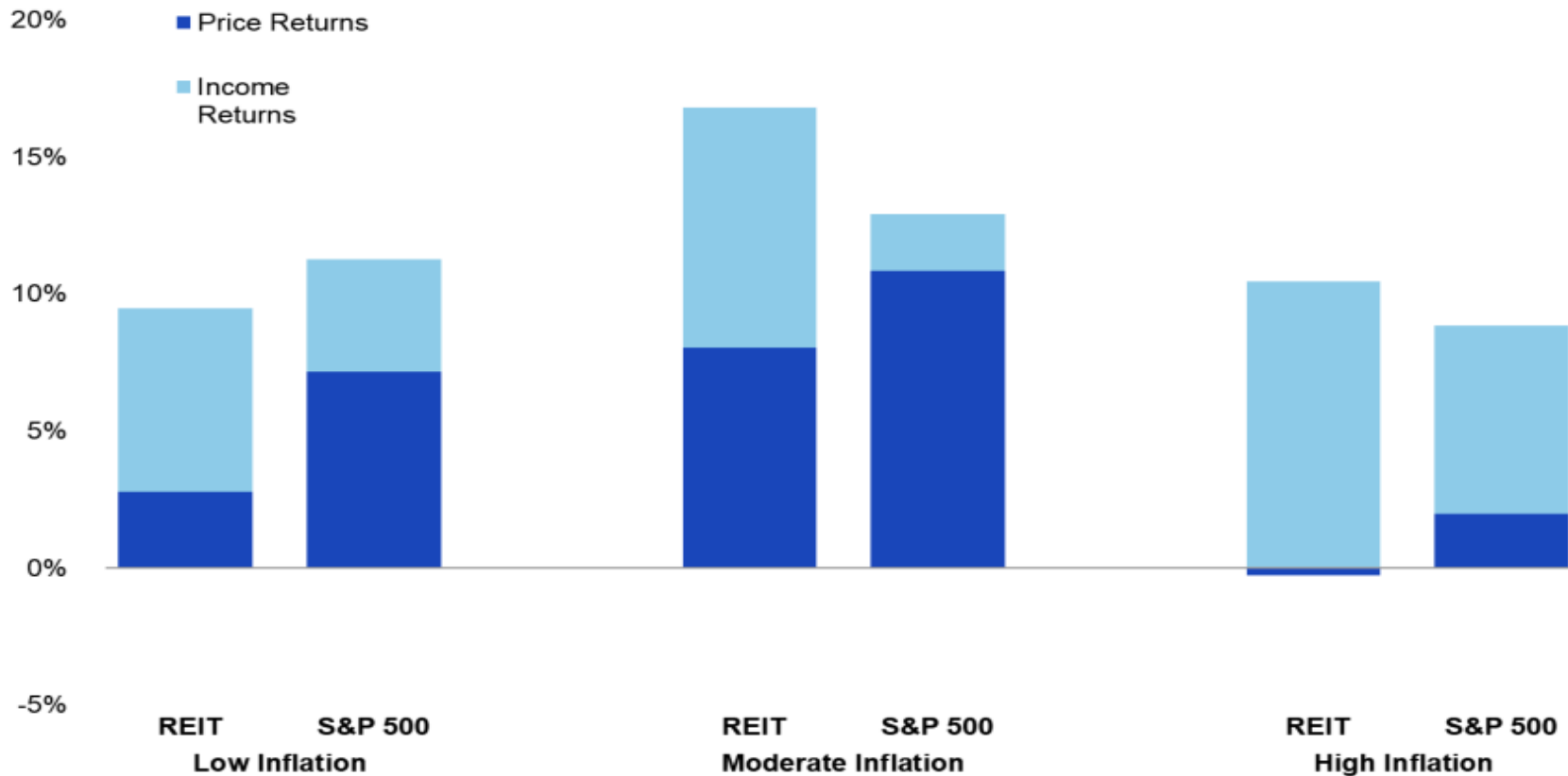
کل بازار تا مقطعی به ۶۶۰۰ میلیارد دلار هم رسیده است

بخش و زیربخش های املاک و مستغلات وابسته به Reit در امریکا



مقایسه عملکرد REITS با S&P 500

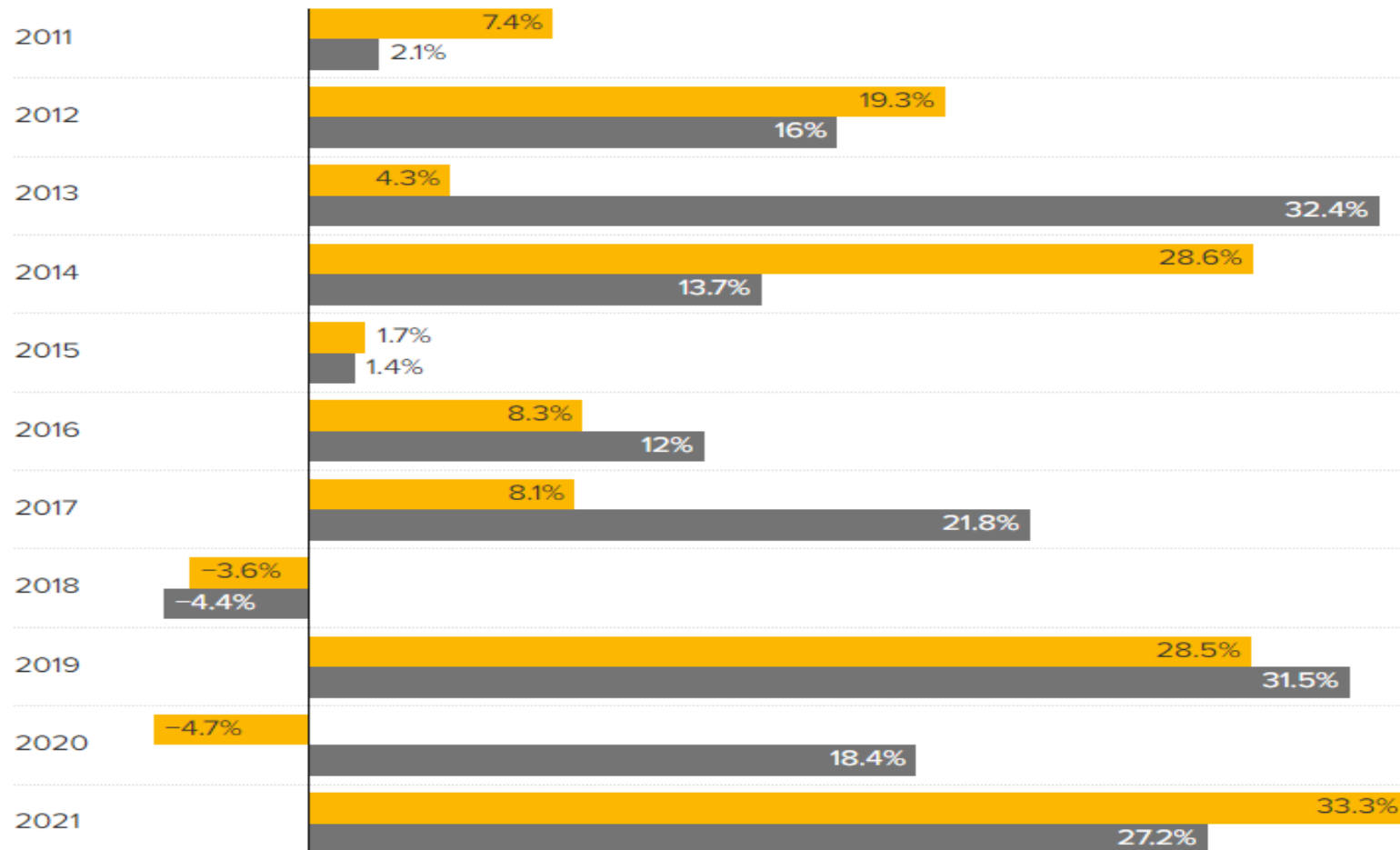
REIT Returns Compared to S&P 500 Returns During Different Inflation Periods



مقایسه عملکرد REITS با S&P 500

Total returns

■ Morningstar REIT Index ■ S&P 500



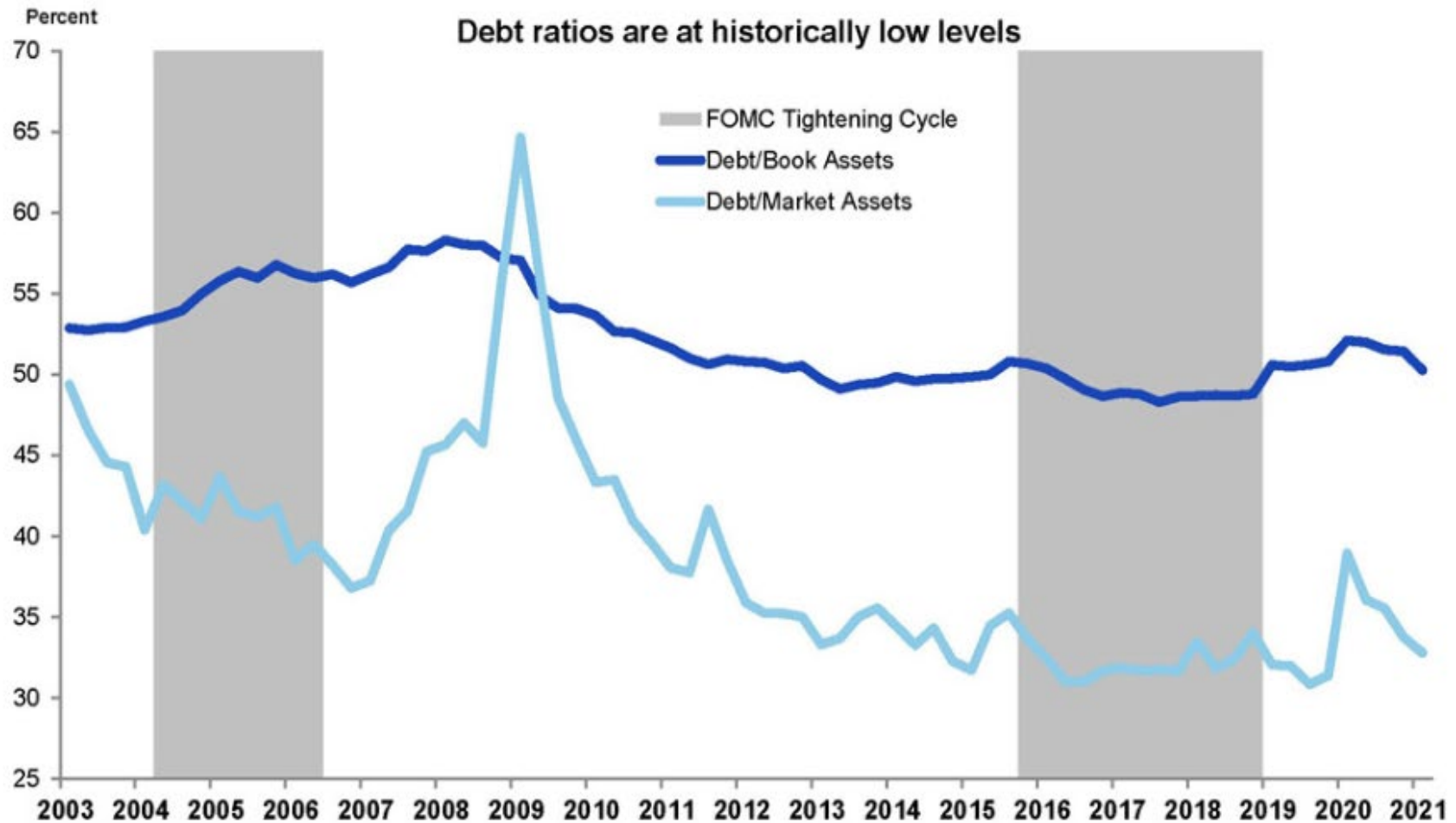
اندازه‌گیری عملکرد Reit

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

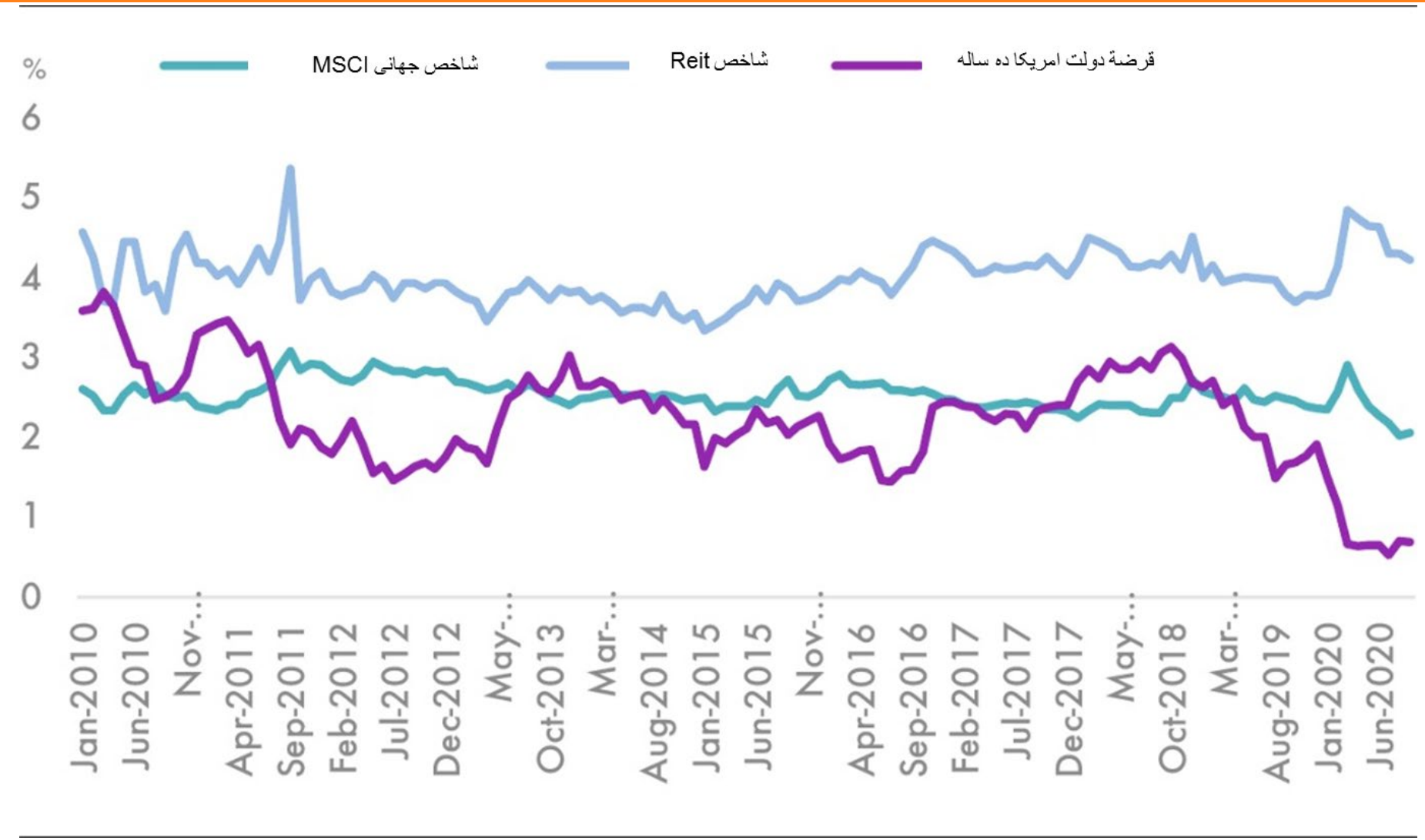


نمودار استفاده از اهرم مالی



Source: All listed U.S. equity REITs via S&P Global Market Intelligence, Nareit T-Tracker®

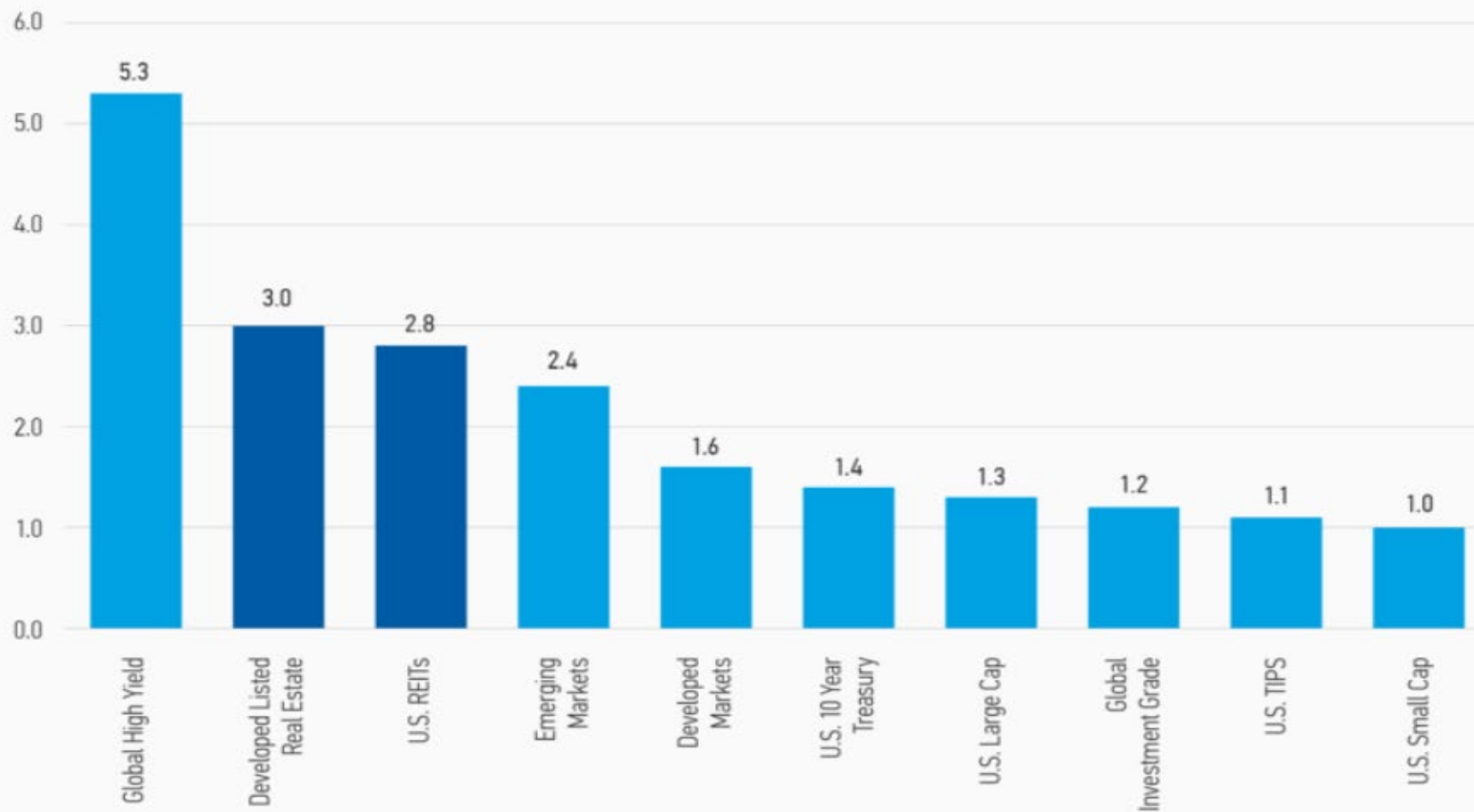
نمودار بازده Reits



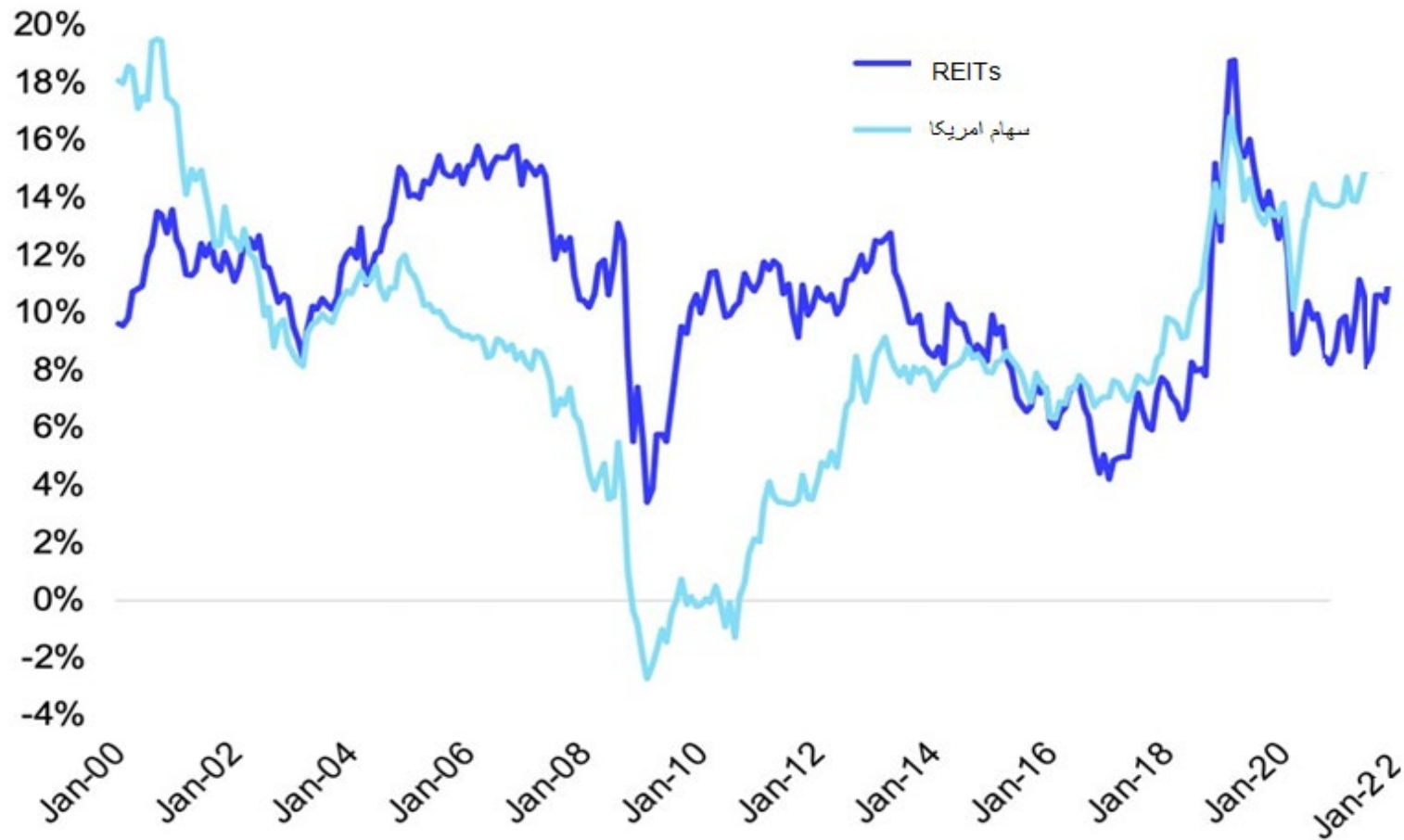
مقایسه بازده Reits در سال ۲۰۲۱

DISPLAY 9: Yield of Investable Alternatives

As of November 30, 2021



بازده ده ساله میانگین متحرک سالانه



Source: Nareit analysis of Factset monthly returns

Reits در بریتانیا

ساختار ثبت به شکل شرکت نظیر سایر شرکت‌های بورسی
خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری (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 کسب‌وکار 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، دبی، اسرائیل، عمان، عربستان و ترکیه)

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

تایلند و ویتنام)

آفریقا (کنیا و آفریقای جنوبی)

کشورهایی که موضوع را 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 بهادار تأسیس می‌شود و با جمع‌آوری سرمایه از عموم به سرمایه‌گذاری در ساخت پروژه‌های ساختمانی مشخص و فروش واحدهای ساختمانی می‌پردازد. این دسته از صندوق‌ها از نوع Project Fund ها می‌باشند.

اهداف صندوق زمین و ساختمان

تأمین منابع مالی مورد نیاز برای پروژه‌های 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

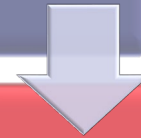
صندوق زمین و ساختمان

تخصیص وجوه به ساخت پروژه
تحریک طرف عرضه

صندوق‌های زمین و ساختمان وجوه گردآوری شده را به ساخت پروژه تخصیص داده و سمت 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 سرمایه‌گذاران



تخصیص وجوه به پروژه ساختمانی



فروش واحدهای ساختمانی پروژه



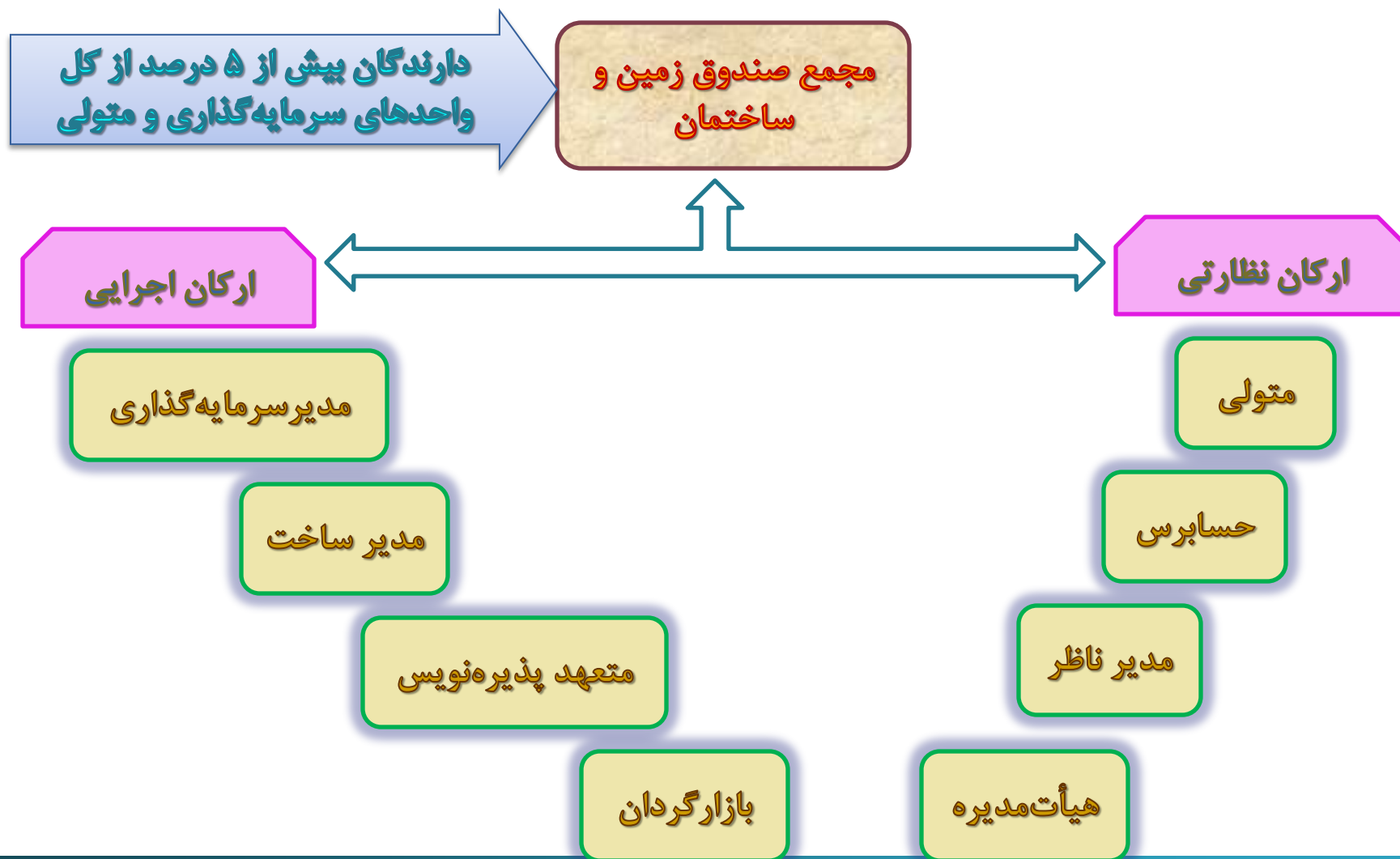
اعطای وجوه به‌دست آمده به سرمایه‌گذاران

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 صندوق های زمین و ساختمان



با تشکر