

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی ضرورت راه اندازی صندوق های املاک و مستغلات بررسی موردی کشور های هند، مالزی، ترکیه، سنگاپور، انگلیس و آمریکا

تہیہ کنندگان:

مجید ساگری، میثم حامدی، محمد توحیدی، مجتبی کاوند، سید امیر حسین اعظمی، مجید کریمی و میثم دعائی

کد گزارش: ۹۴-۶-۲۰۱۵

تاریخ: مرداد ۹۴

چکیده

بدون شک املاک و مستغلات همواره یکی از اصلی‌ترین اشکال دارایی بشری بوده است. برخی برآوردها نشان می‌دهد املاک و مستغلات حدود ۵۰ درصد از دارایی‌های جهان را شامل می‌شود. همچنین بیش از ثلث بازار سرمایه کشورهای توسعه‌یافته به بخش املاک و مستغلات اختصاص دارد. در ایران نیز ملک نقش مهمی در سبد دارایی ملی ایفا می‌کند؛ برآوردها حاکی از این است که حدود ۶۰ درصد ارزش دارایی‌های مردم ایران به ملک اختصاص داده شده است. نکته اساسی در این ارتباط قفل شدن سرمایه‌ای انبوه در این بازار و عدم جریان یافتن آن به دیگر بخش‌های مولد است. مردم ایران نیز مانند بسیاری از دیگر کشورها، تمایل زیادی به تملک ملک دارند. سؤال اینجاست که چگونه می‌توان حجم انبوهی از سرمایه قفل شده را به چرخه واقعی اقتصاد و همچنین رونق بخشیدن به بخش‌های واقعی نمود؟ صندوق زمین و ساختمان اولین تجربه در رونق بخشی بازار مسکن محسوب می‌شود. اما این صندوق در زمان‌هایی کارایی دارد که تقاضای مسکن نسبت به عرضه مسکن فزونی داشته باشد! در شرایطی که عرضه مسکن بر تقاضای مسکن افزون باشد، صندوق‌های املاک و مستغلات هستند که بار رونق بخش مسکن را بر دوش می‌کشند. این گزارش ضمن بر شمردن نقاط ضعف صندوق زمین و ساختمان از منظر فعالان بخش مسکن، به صورت موردکاوی در چند کشور مختلف، به معرفی صندوق املاک و مستغلات پرداخته است.

کلمات کلیدی: صندوق املاک و مستغلات (REITS)، صندوق زمین و ساختمان، حامی یا اسپانسر، امین.

بررسی ضرورت راهاندازی صندوق‌های املاک و مستغلات

مجید شاکری^۱ - میثم حامدی^۲

بدون شک املاک و مستغلات همواره یکی از اصلی‌ترین اشکال دارایی بشری بوده است. برخی برآوردها نشان می‌دهد املاک و مستغلات حدود ۵۰ درصد از دارایی‌های جهان را شامل می‌شود. همچنین بیش از ثلث بازار سرمایه کشورهای توسعه‌یافته به بخش املاک و مستغلات اختصاص دارد. در ایران نیز ملک نقش مهمی در سبد دارایی ملی ایفا می‌کند؛ برآوردها حاکی از این است که حدود ۶۰ درصد ارزش دارایی‌های مردم ایران به ملک اختصاص داده شده است.

خیلی ساده می‌توان نشان داد که حجم بازار املاک و مستغلات بسیار بزرگ‌تر از حجم هر بازار رقیب، مانند بازار پول یا بازار سرمایه است. از طرف دیگر این بازار واجد ارزش اعتباری فراوان است و عقودی که بر مبنای آن منعقد می‌شود از شفاف‌ترین و تعریف‌شده‌ترین عقود در بازار کشور محسوب می‌شوند. نکته اساسی در این ارتباط قفل شدن سرمایه‌ای انبوه در این بازار و عدم جریان یافتن آن به دیگر بخش‌های مولد است. مردم ایران نیز مانند بسیاری از دیگر کشورها، تمایل زیادی به تملک ملک دارند. جدول ۱ میزان تملک در کشورهای مختلف را نشان می‌دهد. علاوه بر این، جدول ۱ مقایسه‌ای بین تولید ناخالص داخلی و همچنین نرخ خوش‌بختی (Happiness) در میان کشورها نموده است.

جدول ۱- بیشترین نرخ تملک ملک در کشورهای مختلف

رتبه	کشور	نرخ تملک (%)	رتبه تولید ناخالص داخلی سرانه	رتبه خوش‌بختی	نرخ بیکاری %
۱	رومانی	۹۶.۶	۷۴	۸۱	۶.۹
۲	لتونی	۹۱.۹	۴۷	۶۱	۸.۹
۳	مجارستان	۹۰.۵	۵۱	۹۷	۷.۳
۴	سنگاپور	۹۰.۵	۳	۳۳	۱.۹
۵	اسلواکی	۹۰.۴	۴۱	۵۶	۱۲.۱
۶	چین	۹۰	۹۳	۱۱۳	۴.۱
۷	کرواسی	۸۹.۵	۵۷	۵۹	۱۷.۵
۸	بلغارستان	۸۷.۴	۶۹	۱۴۷	۱۰.۱
۹	هند	۸۶.۶	۱۳۳	۹۵	۱۰.۱
۱۰	نروژ	۸۴.۴	۴	۳	۴.۱
۱۱	روسیه	۸۴	۵۸	۷۷	۵.۵
۱۲	لهستان	۸۲.۴	۴۹	۵۴	۷.۹
۱۳	استونی	۸۲.۲	۴۵	۷۳	۶.۱
۱۴	مالتا	۸۱.۸	۳۶	۴۸	۵.۷
۱۵	لاتویا	۸۱.۲	۵۳	۱۰۶	۹.۷
۱۶	چک	۸۰.۴	۳۷	۳۶	۵.۹
۱۷	مکزیک	۸۰	۶۶	۲۴	۴.۹

^۱ دانشجوی دکترای مالی، دانشگاه تهران، مشاور مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی.

^۲ کارشناس مسئول مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی.

۱۸	اسپانیا	۷۸.۹	۳۳	۲۱	۲۲.۷
۱۹	ایسلند	۷۷.۳	۱۴	۲۰	۴.۳
۲۰	اسلونی	۷۶.۲	۳۵	۵۰	۹.۳
۲۱	یونان	۷۵.۹	۴۲	۴۳	۲۵.۵
۲۲	پرتغال	۷۴.۵	۴۶	۷۱	۱۳
۲۳	برزیل	۷۴.۴	۷۹	۲۵	۴.۹
۲۴	ایتالیا	۸۰	۳۱	۲۸	۱۲.۴
۲۵	فنلاند	۷۳.۹	۲۴	۲	۹.۴
۲۶	قبرس	۷۳.۲	۳۹	۳۵	۱۵.۶
۲۷	بلژیک	۷۲.۳	۲۰	۱۵	۸.۵
۲۸	لوکزامبورگ	۷۰.۸	۲	۱۶	۵.۷
۲۹	سوئد	۷۰.۱	۱۳	۷	۷.۷
۳۰	کانادا	۶۹	۹	۵	۶.۵
۳۱	هلند	۶۷.۵	۱۲	۴	۷
۳۲	استرالیا	۶۷	۱۰	۹	۶
۳۳	انگلیس	۶۶.۷	۲۱	۱۸	۵.۶
۳۴	آمریکا	۶۵.۲	۶	۱۱	۵.۴
۳۵	نیوزیلند	۶۴.۸	۳۰	۸	۵.۶
۳۶	دانمارک	۶۴.۳	۱۹	۱	۶.۳
۳۷	فرانسه	۶۳.۷	۲۳	۲۳	۱۰.۵
۳۸	ژاپن	۶۱.۶	۲۲	۴۵	۴.۱
۳۹	ترکیه	۶۰	۶۷	۷۹	۱۰.۴
۴۰	اتریش	۵۷.۵	۱۱	۱۳	۵.۷
۴۱	کره جنوبی	۵۴.۲	۲۷	۵۷	۲.۷
۴۲	آلمان	۵۳.۳	۱۵	۳۰	۴.۷
۴۳	سوئیس	۴۳.۹	۷	۶	۳.۵

براساس جدول ۱، ده کشور ابتدایی جدول (به غیر از نروژ و سنگاپور، کشورهایی به نسبت فقیر و نرخ خوشبختی در آنها پایین است. از رتبه ۱۱ تا ۲۰ نیز کشورهایی هستند که اغلب از شوروی جدا شده و این کشورها نیز چندان غنی نبوده و نرخ خوشبختی نیز در آنها بالا نیست. با نگاه دقیق تر به جدول بالا آنچه می توان احصا کرد این است که کشورهایی با نرخ مالکیت بین ۶۰-۷۰ درصد غنی ترین و خوشبخت ترین کشورها محسوب می شوند. این کشورها، کشورهایی هستند که ترکیبی از اجاره نشینی و مالکیت و همچنین نیروی کار به نسبت سیاری دارند.

در کنار تمام سیاست های اتخاذ شده در عرصه مسکن و تأمین مالی آن به صورت مستقیم و غیرمستقیم، راه کارهایی نیز برای آزادسازی سرمایه های قفل شده در این عرصه وجود دارد. از مهمترین این راهکارها می توان تبدیل به اوراق بهادار نمودن مسکن اشاره نمود. همانطور که پیش از این نیز اشاره شد، بخش عظیمی از دارایی های مردم کشور در بخش مسکن توده گشته است. با این همه، تاکنون هیچ ابزاری برای تبدیل به اوراق بهادار کردن گسترده دارایی های این بازار ایجاد نشده است. در واقع، تا پیش از ارائه صندوق زمین و ساختمان هیچ ابزاری برای تبدیل به اوراق بهادار کردن عقود مبتنی بر ملک وجود نداشت.

با وجود ارائه اولین صندوق زمین و ساختمان در عمل این ابزار در بین ذینفعان این بازار به خصوص ذینفعان با ماهیت کاملاً خصوصی چندان مورد اشاعه قرار نگرفت. در واقع با وجود بار تبلیغی نسبتاً مناسب و پشتیبانی همه جانبه ذینفعان خصوصی، پیشرفت این صندوق‌ها با کندی قابل ملاحظه‌ای همراه شده است. در این گزارش، ضمن واکاوی علل کندی رشد صندوق‌های زمین و ساختمان (که در هنگام رشد تقاضای املاک و مستغلات بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرند)، صندوق‌های املاک و مستغلات¹ (REITs) به صورت مورد کاوی، در چند کشور مختلف، مورد بررسی قرار گرفته است (ابزاری که در هنگام عرضه املاک بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد).

علل کندی رشد صندوق‌های زمین و ساختمان

این گزارش به صورت کیفی با استفاده از مصاحبه با ۳۰ نفر از سازندگان برتر کشور که ملک با پروانه ساخت بیش از ۳۰,۰۰۰ متر مربع آماده به ساخت در اختیار دارند به نگارش درآمده است. براساس مصاحبه صورت گرفته، عوامل زیر به عنوان متغیرهای اصلی عدم تمایل این افراد به ورود به عرصه صندوق‌های زمین و ساختمان عبارتند از:

۱. افزایش هزینه های سربار: با توجه به تعدد ارکان صندوق زمین و ساختمان، تأمین مبلغ ساخت در این روش با

هزینه سربار اولیه بالایی مواجه است. این موضوع اعم از انتخاب هر روشی برای پرداخت است و به هر حال نسبت به هنجارهای سنتی تأمین مالی در این صنف بسیار گرانتر می‌باشد.

۲. ریسک پایان کار: صندوق زمین و ساختمان ابزاری مالی است که صرفاً روی یک پروژه اجرا می‌شود و ابزارهای

چندانی برای تنوع بخشی به دارایی‌ها و ذخایر در طی دوران ساخت ندارد. با توجه به ریسک ذاتی روند ساخت یک ساختمان و امکان توقف و مشکلات پیش رو برای افزایش سرمایه در هر بار، صندوق زمین و ساختمان دارای ریسک ذاتی پایان کار است.

۳. ریسک مشتریان خرد: ترکیب ریسک پایان کار با پاسخگویی پروژه به تعداد زیادی صاحبان واحدهای

سرمایه گذاری می‌تواند موجب اخلال در روند ساخت شود. احتمال بروز اعتراضات مختلف به روش قیمت گذاری در هر دوره و فرایندهای زمانبر حقوقی آن، از جمله موارد ذیل این ریسک محسوب می‌شوند.

۴. ریسک برآورد کردن NAV: با توجه به عدم تکمیل واحدها و کامل نبودن دارایی پایه صندوق، برآورد قیمت روز

آن در دوره‌های شش ماهه مد نظر دستورالعمل، چالش برانگیز بوده و تا حد زیادی متکی بر نظرات است.

۵. عدم تخصص متولی: متولی پیش‌بینی شده در دستورالعمل تأسیس صندوق زمین و ساختمان، لزوماً دارای

تخصص در زمینه ساختمان نمی‌باشد و این امر می‌تواند باعث شود متولی در سنجش کالاهای خریداری شده و آزاد کردن منابع متناسب با آن، یا در قیمت گذاری دارایی‌ها دچار اشکال و اشتباه شود.

۶. وجود روش های جایگزین امتحان شده: در حال حاضر روش‌های بدون هزینه بالاسری و امتحان شده در

بازار مسکن به صورت سنتی و خارج از بازار سرمایه وجود دارد. در واقع اگر بازار فروش ملک راکد نبود، با پیش فروش

¹ Real Estate Investment Trusts

تعداد کمی از واحدها امکان پوشش مناسب ریسک هزینه‌های ساخت و ساز وجود داشت. مالکین معتقدند پس از تحمل انواع ریسک‌های فوق و هزینه‌های بالاسری متعدد مادی و غیرمادی، ملک آماده عرضه ساخته شده مجدداً با همین مانع عرضه مواجه است و ابزار مالی مطروحه مجوعاً کمک خاصی به آنها نمی‌کند.

۷. **عدم کنترل صاحب ملک بر روند پروژه:** با وجود بالا بودن سهم مالک پروژه، در عمل وی قادر نیست تأثیری بر مخارج یا نوع نگهداشت دارایی‌ها یا نحوه ساخت داشته باشد. اگرچه اکثریت هیئت مدیره صندوق همراه وی خواهند بود اما عملاً امضاهای مؤثر در اختیار مدیر صندوق و متولی است و مالک اصلی ملک عملاً کنترل مستقیمی بر هیچ یک از ابعاد ندارد.

۸. **صرفاً برای پروژه‌های بزرگ مناسب است:** وجود انواع هزینه‌های بالاسری بسیار باعث می‌شود تا این ابزار صرفاً برای پروژه‌های بزرگ مناسب باشد و کمکی به جریان معمول ملکی در بازار املاک نکند.

۹. **مبهم بودن روش فروش:** مهمترین سؤال صاحبان املاک، روش فروش ملک و تصفیۀ صندوق است. اگر ملک به صورت مزایده فروخته شود هرگز امکان استفاده از مزایای واقعی پلکانی قیمت ملک وجود نخواهد داشت. این روش در املاک تجاری اساساً فاقد کاربرد و در املاک اداری و مسکونی هم باعث واگذاری آن با قیمتی پایینتر از ارزش واقعی آن خواهد شد. در صورتی که سازمان فروش هم تشکیل شود، این موضوع که ابتدا کدام واحد در الویت واگذاری باشد یا باتوجه به محدود بودن عمر صندوق، چگونگی تعامل با واحد فروش نیز همچنان مبهم می‌ماند.

مرور تجربه صندوق زمین و ساختمان از دیدگاه اهداف

۱. **تجربه‌ای برای صندوق پروژه:** یکی از اهداف اولیه ذکر شده برای صندوق زمین و ساختمان ایجاد تجربه برای صندوق پروژه است. جدا از اینکه قوام یافتن این تجربه نیازمند گذشت زمان بیشتری است، فعالان بازار ملک با توجه به زاویه داشتن این صندوق با اصول حاکم بر این بازار، نسبت به همه‌گیر شدن آن به عنوان یک صندوق فراگیر با تردید ابراز نظر می‌کنند.

۲. **تبدیل به اوراق بهادار کردن:** نکته مهم آن است که صندوق زمین و ساختمان مصداق مستقیمی از تبدیل به اوراق بهادار کردن ملک نیست و نمی‌توان انتظار داشت موازنه ریسک و بازدهی مانند ملک را در آن شاهد باشیم. در صندوق زمین و ساختمان در واقع قرارداد مشارکت بین سازنده و شرکا تبدیل به اوراق بهادار می‌شود.

۳. **آیا مشکل مسکن در تأمین مالی بخش ساخت است؟** سؤالی که باید پیش و بیش از همه به آن پرداخته شود آن است که آیا باید ابزارسازی برای بخش مسکن صرفاً متمرکز بر تولید باشد یا آنکه ابزارسازی برای بخش‌های دیگری از زنجیره ارزش املاک و مستغلات باید در الویت قرار گیرد. بالا بودن سهم زمین از ارزش ساختمان راه حل پیش فروش یا مشارکت را همیشه در اختیار مالکین قرار می‌دهد و در صورت نشانه‌های اولیه‌ای از رونق، کسی برای تأمین مالی به سراغ صندوق زمین و ساختمان نخواهد رفت. از سوی دیگر، بالاترین حد ممکن برای ارزشگذاری دانش فنی استفاده شده در بخش ساختمان از ۳ درصد ارزش پروژه عبور نمی‌کند. به بیان دیگر مشکل موجود نه در

تأمین مالی ساخت و نه در فراهم‌آوری دانش فنی است. به نظر می‌رسد بخش سوم این زنجیره ارزش، یعنی فروش، مشکل اصلی و حال حاضر بازار مسکن باشد.

صندوق املاک و مستغلات: راه‌کاری برای حل مشکل عرضه مسکن

بی‌شک، یکی از راه‌کارهای اصلی برای حل مشکل فروش مسکن (مشکل عرضه)، صندوق‌های املاک و مستغلات محسوب می‌شود. علاوه بر حل مشکل فروش، این صندوق‌ها مزایای دیگری را نیز برای عموم سرمایه‌گذاران در بخش مسکن نیز حاصل می‌کنند. از جمله این مزایا می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱- امکان تجمع سرمایه‌های خرد برای خرید مسکن: لازمه سرمایه‌گذاری در مسکن در اختیار داشتن حجم

انبوهی از نقدینگی است که فراهم شدن چنین امکانی برای عموم مردم وجود ندارد. صندوق املاک و مستغلات، باتوجه به خرید مسکن آماده و نگهداری آن در پرتفوی صندوق، امکان خانه‌دار شدن مردم به‌صورت خرد را فراهم می‌آورد.

۲- ضربه‌گیر شوک‌های قیمتی: باتوجه به اینکه صندوق املاک و مستغلات، املاک ساخته شده در سبد دارایی‌های

خود نگهداری می‌کند، چنانچه قیمت ملک افزایش یابد، قیمت ملک در سبد دارایی صندوق نیز افزایش خواهد یافت. این امکان موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران ضمن بهره‌مندی از عایدی سرمایه، در برابر شوک‌های قیمتی نیز محفوظ بمانند.

۳- شفافیت در بازار مسکن: باتوجه به اینکه معاملات ملک در بازاری ساختاریافته صورت می‌پذیرد و قیمت ملک در

مناطق مختلف افشا می‌شود، راه‌اندازی چنین صندوق‌هایی ضمن ایجاد شفافیت قیمتی و همچنین شفافیت معاملاتی، قیمت واقعی ملک در مناطق مختلف را معین خواهد کرد و اطلاعات مناسبی برای دولت نیز فراهم خواهد آورد.

۴- عدم وجود ریسک نکول یا ریسک ساخت: باتوجه به تکمیل بودن واحدهای ساختمانی، ریسک‌هایی نظیر

ریسک پایان کار، عدم تکمیل به موقع پروژه و ... در این نوع صندوق وجود نخواهد داشت.

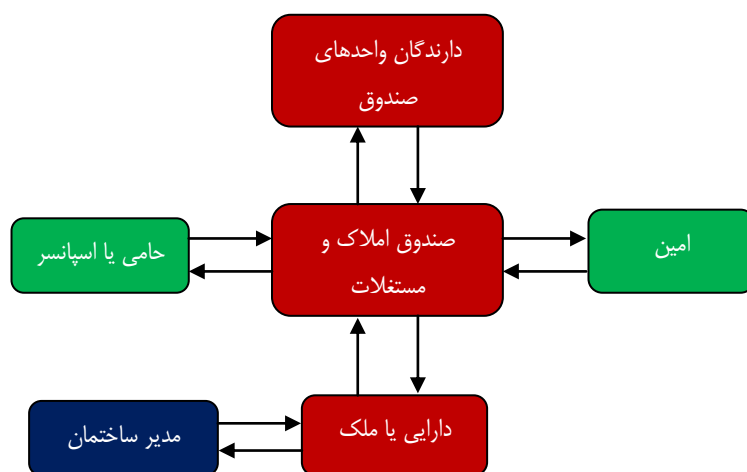
نحوه کارکرد صندوق‌های املاک و مستغلات

به ساده‌ترین تعبیر، صندوق‌های املاک و مستغلات، صندوق‌ها یا بعضاً شرکت‌های سهامی املاک و مستغلاتی هستند که سهام عادی به مردم ارائه می‌دهند. در این روش، سهام صندوق مشابه سایر سهامی است که مالکیت را در یک کسب و کار عملیاتی نشان می‌دهد. اما صندوق املاک و مستغلات، دو ویژگی منحصر به فرد دارد:

۱- ابتدا اینکه کسب و کار آن، مدیریت گروهی از دارایی‌هایی است که تولید درآمد (مثلاً از راه اجاره) می‌کنند؛ و

۲- باید بیشتر سود خود را به عنوان سود پرداختنی توزیع نماید.

خصوصیت اصلی این صندوق‌ها به عنوان نوعی تراست، جدایی «اختیار قانونی دارایی‌ها» از «حق منفعت بردن از آنها» و در عین حال توزیع مالکیت به قسمت‌های مختلف می‌باشد. با اینکه این صندوق‌ها در کشورهای مختلف با قوانین مختلفی اداره می‌شوند ولی ساختار و مشخصه‌های آنها بسیار مشابه یکدیگر است. اولاً هدف مشترکشان این است که به وسیله مالکیت مستقیم در دارایی‌ها، عایدی دریافتی را دوباره احیا نمایند. دوم اینکه درآمدهای صندوق‌های املاک و مستغلات ناشی از اجاره‌بها و عایدی سرمایه می‌باشد و برای این درآمدها، مالیات نمی‌پردازند. بیشتر این صندوق‌ها در جهان قانوناً متعهدند تا هر سال حداقل ۷۵٪ از درآمدها را بین سرمایه‌گذاران تقسیم نمایند. نکته سوم اینکه این صندوق‌ها قابلیت پذیرش در بورس اوراق بهادار را دارند، هرچند که اجباری برای عضویت آنها در بورس وجود ندارد. اما واضح است که این مزیتی برای سرمایه‌گذاران، به خصوص اشخاص حقیقی محسوب می‌شود که واحدهای آنها و همچنین سهام صندوق آنها بتواند در یک بورس رسمی مورد داد و ستد قرار گیرد. شکل ۱ ارکان و نحوه فعالیت کلی صندوق‌های املاک و مستغلات را نشان می‌دهد.



شکل ۱- ارکان و نحوه فعالیت صندوق املاک و مستغلات

با تشکیل صندوق املاک و مستغلات (که معمولاً از سوی حامی یا اسپانسر تأسیس می‌شود)، سرمایه‌گذاران اقدام به خرید واحدهای صندوق می‌نمایند تا ملک یا املاک مورد نظر به فروش رسیده و در تملک سرمایه‌گذاران قرار گیرد. معمولاً حامی حداقل ۲۵ درصد از واحدهای صندوق را باید تا مدت معینی نگه دارد. امین از جانب سرمایه‌گذاران مسئولیت نظارت بر صندوق را برعهده داشته و به نوعی حافظ منافع سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. امین، در قبال عملی که انجام می‌دهد، کارمزد دریافت می‌کند. مدیر صندوق، مانند مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، وظیفه امور جاریه مدیریت صندوق را برعهده دارد و در قبال این عمل کارمزد دریافت می‌کند. مدیر ساختمان نیز وظیفه مدیریت ساختمان‌ها و املاک را برعهده دارد. حفظ و نگهداری ساختمان برعهده مدیر املاک و ساختمان‌هاست (مدیر ساختمان را معمولاً اسپانسر تعیین می‌کند). این وظیفه می‌تواند برعهده یک شرکت یا چندین شرکت گذاشته شود.

به منظور کسب شناخت بهتر از صندوق‌های املاک و مستغلات، به صورت مورد کاوی، شرایط آنها در کشورهای هند، ترکیه، سنگاپور، مالزی، انگلیس و آمریکا مورد بررسی قرار گرفته است.

صندوق‌های املاک و مستغلات در هند

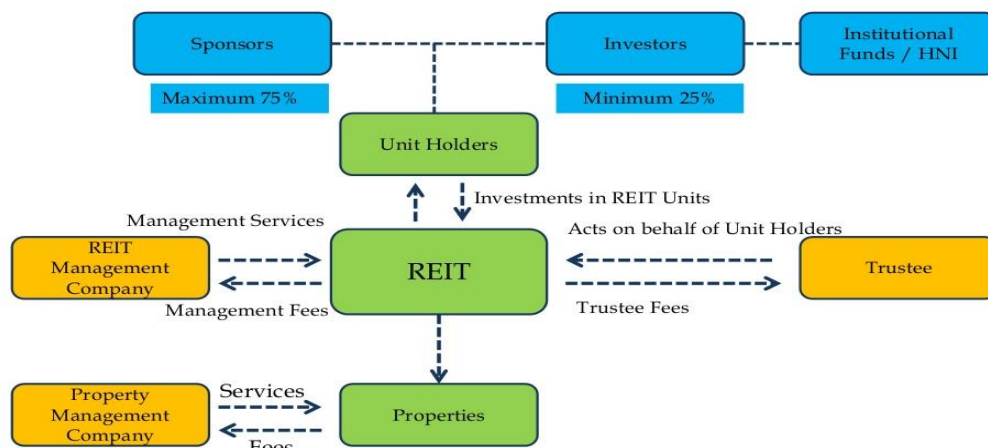
میثم حامدی

در سال ۲۰۰۷، شورای بورس و اوراق بهادار هند (SEBI) به صورت رسمی پیش‌نویس مقررات ریتس‌ها را برای کسب نظرات عمومی اعلام نمود. به دلیل نزول بازار در آن زمان، هیچ‌گونه توسعه‌ای در مقررات ریتس‌ها تا اکتبر سال ۲۰۱۳، وقتی دومین پیش‌نویس مقررات برای کسب نظرات عمومی منتشر شد، رخ نداد. معضلات مالیاتی ریتس‌ها (عدم معافیت مالیاتی آنها در قانون و همچنین هزینه‌های سنگین نقل و انتقال) موجب شد که در آن سال ریتس‌ها مورد توجه قرار نگرفته و پا به عرصه ظهور نگذارند. پس از اخذ نظرات فعالان بازار، اصلاحاتی در مقررات صورت گرفت و امکان تأسیس و پذیرش ریتس‌ها در بورس فراهم شد. مصوبه نهایی در سال ۲۰۱۴ تأیید و اجرایی گردید.

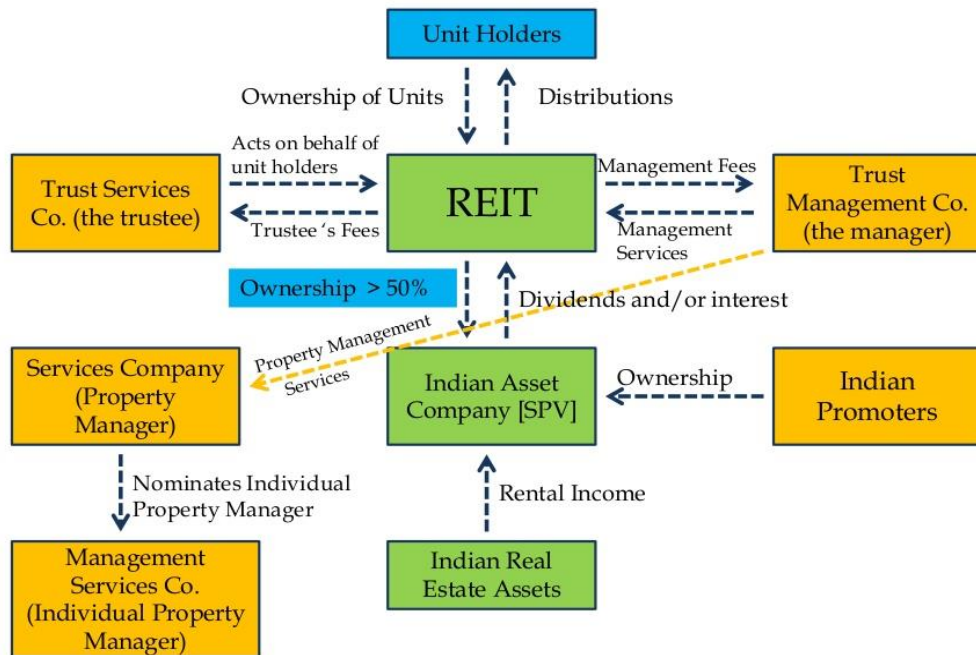
مدل‌های ریتس در هند

اصالتاً ریتس‌ها از مدل‌های مشابهی بهره می‌برند با تفاوت‌هایی اندک. سه مدل زیر را می‌توان به عنوان مدل‌های عمومی صندوق‌های املاک و مستغلات در هند معرفی نمود:

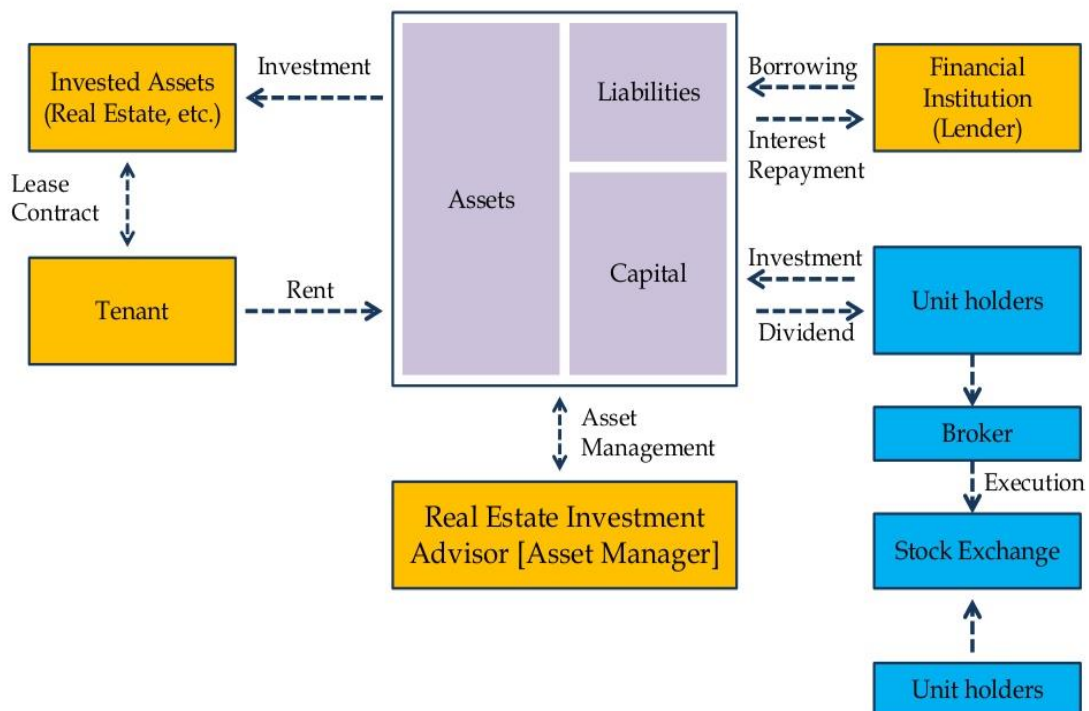
REIT Mechanism



REIT Structure with SPV



REIT Structure with Borrowing



در مجموع، حضور ۵ رکن زیر در ریتس‌ها الزامی است:

- ۱- حامی یا اسپانسر: فردی که اقدام به راه‌اندازی ریتس می‌کند؛
- ۲- سرمایه‌گذاران یا دارندگان واحدهای صندوق: افرادی که در صندوق املاک و مستغلات، پس از پذیرش ریتس در بورس، سرمایه‌گذاری می‌کنند؛
- ۳- امین: شخصی حقوقی که نماینده سرمایه‌گذاران در نظارت بر فعالیت‌های ریتس است؛
- ۴- مدیر صندوق: شخصی که مدیریت تخصصی صندوق را بر عهده دارد؛ و
- ۵- مدیر ملک: شخص یا اشخاصی که مدیریت املاک و مستغلات را بر عهده دارد و خدمات ساختمانی را انجام می‌دهد.

قوانین و مقررات اجرایی ریتس‌ها

- براساس قانون تراست‌ها در هند مصوب سال ۱۸۸۲، ریتس‌ها باید به‌عنوان صندوق تراست ثبت شوند.
- صندوق املاک و مستغلات باید ارکانی از قبیل امین، حامی، مدیر، ارزشگذار اصلی و سرمایه‌گذاران یا دارندگان واحد صندوق داشته باشد. حامی (یا اسپانسر) مسئولیت تأسیس ریتس را بر عهده داشته و مدیر صندوق مسئولیت مدیریت صندوق املاک و مستغلات را بر عهده دارد. نقش هر یک از ارکان، مسئولیت‌های هر یک، معیارهای واجد شرایط بودن در مقررات ریتس‌ها ذکر می‌شود. حامی ملزم است تا حداقل ۱۵ درصد (برای ۳ سال اول ۲۵ درصد) از کل واحدهای ریتس را به‌صورت دائمی در اختیار داشته باشد.
- صندوق باید ابتدا از سوی SEBI به‌عنوان صندوق املاک و مستغلات، در فرمتی ویژه، ثبت شود. این صندوق باید معیارهای لازم برای اطلاق نام صندوق املاک و مستغلات را داشته باشد.
- در صورت واجد شرایط بودن صندوق، SEBI باید گواهی ثبت صندوق املاک و مستغلات به صندوق ارائه کند.
- پس از ثبت، ریتس باید از طریق عرضه اولیه افزایش سرمایه داده و هنگامی که در بورس مورد پذیرش قرار گرفت، می‌تواند متعاقباً نیز از طریق عرضه ثانویه افزایش سرمایه دهد. واحدهای ریتس باید (اجباراً) در بورس رسمی کشور ثبت شوند و امکان خرید و فروش آن در بازار خارج از بورس امکانپذیر نیست.
- ریتس‌ها اساساً ملزمند تا در دارایی‌های تکمیل شده سرمایه‌گذاری نمایند. درآمد این صندوق‌ها می‌تواند از محل اجاره‌بها، بهره (برای صندوق‌هایی که در اوراق رهنی سرمایه‌گذاری نموده‌اند) و افزایش عایدی سرمایه تأمین شود.
- ۹۰ درصد از خالص درآمد قابل تقسیم، پس از کسر مالیات (ریتس از مالیات معاف است اما سرمایه‌گذاران باید مالیات پرداخت کنند)، باید طی ۱۵ روز به دارندگان واحد پرداخت شود.
- ارزش دارایی‌های ریتس نباید کمتر از ۵۰۰ کروڑ روپیّه هند باشد (هر کروڑ ۱۰,۰۰۰,۰۰۰ روپیّه است). این میزان جهت اطمینان از اینکه صرفاً افرادی می‌توانند وارد بازار شوند که درخور بوده و شایسته حضور در این بازار هستند وضع شده است.
- حداقل حجم عرضه اولیه و حداقل سهم شناور عمومی به ترتیب ۲۵۰ کروڑ و ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است تا از مشارکت مناسب عموم مردم اطمینان حاصل گردد.
- حداقل اندازه یک واحد ریتس باید ۱ لاک (هر لاک ۱۰۰,۰۰۰ روپیّه است) و حداقل اندازه مشارکت یا ثبت درخواست برای خرید واحدها باید ۲ لاک باشد.

- براساس قانون، ۸۰ درصد از ارزش ریتس باید از دارایی‌های تکمیل شده و املاکی که امکان دریافت اجاره از آنها وجود دارد، باشد و ۲۰ درصد می‌تواند در دیگر دارایی‌هایی که در مقررات ذکر شده است باشد.
- ریتس‌ها در هند مجاز نیستند تا در زمین خالی، زمین کشاورزی، و وام‌های رهنی (اوراق رهنی را می‌توانند سرمایه‌گذاری کنند) سرمایه‌گذاری کنند.
- ریتس‌ها مجازند تا به‌صورت مستقیم یا از طریق SPV در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند.
- ریتس‌ها باید حداقل در دو پروژه سرمایه‌گذاری کنند و مجاز نیستند تا بیش از ۶۰ درصد از ارزش دارایی‌های خود را در یک پروژه سرمایه‌گذاری کنند. تنها حالتی که ریتس می‌تواند ۱۰۰ درصد از دارایی‌های خود را در یک پروژه سرمایه‌گذاری کند این است که ارزش دارایی بیش از ۱۰۰۰ کروڑ باشد.
- سود سرمایه‌گذاری دارندگان واحدهای صندوق املاک و مستغلات حداقل به‌صورت ۶ ماهه پرداخت می‌شود.
- امین باید نزد SEBI به ثبت رسیده و هیچگونه وابستگی با حامی یا مدیر صندوق نداشته باشد.
- چنانچه ریتس از طریق SPV اقدام به سرمایه‌گذاری نماید باید سهمی راهبردی در کنترل SPV در اختیار داشته باشد (حداقل ۵۰ درصد از سهم). SPV باید حداقل ۸۰ درصد از دارایی‌های خود را در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری نماید و نباید در SPV های دیگر سرمایه‌گذاری کند.
- یک ریتس می‌تواند حداکثر ۳ حامی داشته باشد که هر یک حداقل باید ۵ درصد از واحدهای ریتس را در اختیار داشته باشند. این افراد حامی جمعاً نباید کمتر از ۲۵ درصد از واحدهای ریتس را برای ۳ سال، و بعد از ۳ سال کمتر از ۱۵ درصد را در اختیار داشته باشند.
- ریتس‌ها می‌توانند در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس که حداقل ۷۵ درصد از درآمدهای عملیاتی آنها از بخش مسکن تأمین می‌شود سرمایه‌گذاری کنند (مانند سرمایه‌گذاری در شرکت‌های انبوه‌ساز).
- ریتس صرفاً می‌تواند ۱۰ درصد از ارزش دارایی‌های خود را در املاک نیمه ساخته سرمایه‌گذاری کند.
- ارزش‌گذاری رسمی ریتس به‌صورت سالانه صورت گرفته و هر ۶ ماه این ارزش‌گذاری به روز می‌شود و NAV ریتس ظرف ۱۵ روز از تاریخ ارزش‌گذاری اعلام می‌شود.
- تمام معاملات با افراد وابسته باید به‌صورت مستقل صورت گرفته، منافع سرمایه‌گذاران مدنظر قرار گیرد، همراه با راهبر و اهداف سرمایه‌گذاری ریتس باشد و باید به بورس و سرمایه‌گذاران به‌صورت دوره‌ای افشا شود.
- برای هرگونه معامله با افراد وابسته جهت خری یا فروش ملک، گزارش ارزش‌گذاری از ۲ ارزش‌گذار مستقل باید اخذ گردد و معامله نباید بیشتر (برای خرید) یا کمتر از میانگین ارزشی باشد که دو ارزش‌گذار اعلام می‌کنند.
- اخذ موافقت تمام سرمایه‌گذاران در معاملات با اشخاص وابسته چنانچه قیمت بالاتر از حد معمول باشد لازم است.
- ارزش‌گذاری دارایی‌های ریتس به‌صورت بررسی میدانی (بازدید فیزیکی) ملک صورت گرفته و در صورت خرید ملک جدید یا فروش ملک موجود، باید ارزش‌گذاری مجدد به‌صورت کامل باید صورت گیرد. ارزش معامله جدید نباید کمتر از ۹۰ درصد/ یا بیشتر از ۱۱۰ درصد از ارزش ارزیابی شده ملک، به ترتیب برای فروش/ خرید دارایی باشد.
- سرمایه‌گذاران حق دارند تا مدیر صندوق، حسابرس، ارزش‌گذار رسمی را تغییر داده و از SEBI درخواست کنند تا امین را تغییر دهد.

- امین ملزم است تا مجامع سالانه را برگزار کرده و مسائل گوناگون مانند حساب‌های سالانه، گزارش‌های ارزش‌گذاری، عملکرد صندوق، تعیین حسابرس و کارمزد آنها، تعیین ارزش‌گذار رسمی، و سایر موارد را به بحث گذارد.
- موارد خاص مانند معامله با افراد وابسته، هرگونه معامله با ارزشی بالغ بر ۱۵ درصد دارایی‌های صندوق، استقراض بیش از ۲۵ درصد، تغییر در حامی یا مدیر صندوق، تغییر در راهبرد سرمایه‌گذاری و ... باید به عرض سرمایه‌گذاران رسیده شود.
- به‌منظور اطمینان از اینکه یک شخص وابسته بر تصمیمات اثر نمی‌گذارد، فردی که وابسته است و افراد مرتبط با آن نباید در رأی‌گیری در مورد خاص مشارکت کنند.
- سود کسب شده صندوق معاف از مالیات است. اما سودی که ناشی از دریافت بهره از سرمایه‌گذاری‌های صندوق می‌باشد مشمول مالیات است. این مقدار برای سرمایه‌گذاران خارجی ۵ درصد و برای سرمایه‌گذاران داخلی ۱۰ درصد می‌باشد. تقسیم سود در سطح SPV نیز معاف از مالیات می‌باشد. فروش واحدهای صندوق توسط سرمایه‌گذاران به‌عنوان عایدی شناخته شده و ۱۵ درصد مالیات برای سرمایه‌گذار در پی دارد (۱۵ درصد تخفیف مالیاتی به سرمایه‌گذار اعطا شده است). اما چنانچه خود صندوق اقدام به فروش دارایی‌ها کند، مالیات از صندوق کسر می‌شود نه از سرمایه‌گذار. مالیات بر عایدی سرمایه در هند ۳۰ درصد است.
- حامی نیز در انتقال دارایی به SPV مالیاتی پرداخت نمی‌کند (معاف از مالیات) اما در صورت عایدی سرمایه‌ای موظف به پرداخت مالیات است.
- خالص ارزش دارایی‌های صندوق (NAV) از دارایی‌های کل منهای بدهی‌ها تقسیم بر تمام واحدهای موجود به‌دست می‌آید.
- ضرورت توجه به آگاهی‌سازی مردم نسبت به صندوق‌های املاک و مستغلات. ۸۶ درصد از مردم اعلام کرده‌اند که آگاهی ندارند.

صندوق‌های املاک و مستغلات در مالزی

محمد توحیدی^۱

مالزی اولین صندوق املاک و مستغلات خود را در سال ۲۰۰۵ تأسیس نمود. این صندوق‌ها در مالزی در بورس اوراق بهادار کوالالامپور پذیرش می‌شوند. صندوق‌های املاک و مستغلات مالزی یا در بخش خاصی مانند بخش صنعتی، اداری و ... سرمایه‌گذاری می‌کنند و یا در بخش‌های متنوع فعالیت می‌نمایند. تا فوریه ۲۰۱۳، حدود ۱۶ صندوق در بورس مالزی پذیرش شده‌اند که سه مورد از آنها صندوق‌های اسلامی هستند.

صندوق‌های املاک و مستغلات در مالزی اصولاً توسط کمیسیون اوراق بهادار مالزی نظارت شده و توسط شرکت‌های مدیریت مورد تأیید کمیسیون اوراق بهادار مالزی مدیریت می‌شوند. این در حالی است که اموال صندوق‌ها توسط امین نگهداری می‌شوند. اصولاً صندوق‌های املاک و مستغلات مالزی ذیل قانون عمومی تراست‌ها قرار می‌گیرند.

الزامات سرمایه صندوق

اندازه اولیه یک صندوق املاک و مستغلات در مالزی باید حداقل به اندازه ۱۰۰ میلیون رینگیت (تقریباً ۲۵/۵ میلیون یورو) باشد. با این حال کمیسیون اوراق بهادار مالزی این حق را دارد که در مورد مناسب بودن اندازه صندوق‌ها تجدید نظر کند.

الزامات پذیرش

تنها صندوق‌های ثبت شده نزد کمیسیون اوراق بهادار مالزی اجازه دارند که در بورس مالزی پذیرش شوند.

الزامات توزیع سود

توزیع سود صرفاً باید از درآمدهای شناسایی شده صورت پذیرد (ناشی از سود نقدی و یا سود سرمایه‌ای). هیچ الزام حداقلی در مورد مقدار سود توزیعی بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

محدودیت‌ها

- هیچ‌الزام حداقلی در مورد تعداد و ترکیب واحدهای سرمایه‌گذاری وجود ندارد.
- محدودیتی برای سرمایه‌گذاران خارجی جهت خرید واحدهای سرمایه‌گذاری وجود ندارد.
- محدودیتی برای تملک دارایی‌های خارجی وجود ندارد.

الزامات دارایی‌های صندوق

یک صندوق املاک و مستغلات می‌تواند در دارایی‌های زیر سرمایه‌گذاری نماید:

- املاک و مستغلات

^۱ کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

- شرکت‌های تک هدفه^۱
- دارایی‌های مرتبط با املاک و مستغلات
- دارایی‌های غیر مرتبط با املاک و مستغلات
- وجه نقد، سپرده‌ها و ابزارهای بازار پول

حداقل ۵۰ درصد ارزش کل دارایی‌های صندوق‌های املاک و مستغلات باید در املاک و مستغلات و یا شرکت‌های تک هدفه سرمایه‌گذاری گردد. سرمایه‌گذاری در غیر از املاک و مستغلات، وجوه نقد، سپرده‌ها و ابزارهای بازار پول نباید از ۲۵ درصد ارزش کل دارایی‌های صندوق فراتر رود. در مالزی صندوق‌های املاک و مستغلات مجاز نیستند که وام یا هر نوع تسهیلات اعتباری دیگری ارائه دهند و یا زمین‌های بلااستفاده را تصاحب کنند. در مالزی همه املاک و مستغلاتی که در مالکیت صندوق‌های املاک و مستغلات قرار می‌گیرند، باید بیمه شوند.

رفتار مالیاتی در سطح صندوق‌های املاک و مستغلات

مالیات یک صندوق بستگی به میزان درآمدی دارد که بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری توزیع می‌گردد. اگر یک صندوق ۹۰ درصد درآمد مشمول مالیاتش را توزیع نماید، در این صورت صندوق در معرض مالیات بر درآمد شرکتی نخواهد بود. اما اگر سطح سود تقسیمی کمتر از ۹۰ درصد باشد، صندوق مشمول مالیات بر درآمد شرکتی ۲۵ درصد خواهد شد. این امر سبب می‌گردد صندوق‌های املاک و مستغلات ۹۰ درصد درآمدشان را توزیع نمایند تا مشمول مالیات نگردند.

مالیات تکلیفی بر توزیع سود

آنجا که صندوق‌های املاک و مستغلات مشمول مالیات می‌شوند (یعنی نتوانند الزامات توزیع ۹۰ درصد سود را فراهم نمایند)، درآمد توزیع شده به سرمایه‌گذاران دارای اعتبار مالیاتی می‌باشد که به این درآمدها پیوست شده است. سرمایه‌گذاران داخلی می‌توانند چنین اعتبار مالیاتی را در برابر مالیات پرداختی خود روی سود دریافتی تهاتر کنند اما سرمایه‌گذاران خارجی در معرض هر نوع مالیات بر درآمدی نخواهند بود.

جایی که صندوق‌های املاک و مستغلات الزامات توزیع سود را فراهم نمایند (یعنی بیش از ۹۰ درصد درآمدشان را توزیع کنند)، این صندوق‌ها مشمول مالیات نخواهند بود. در عوض سود پرداختی به سرمایه‌گذاران (به استثنای شرکت‌های داخلی) در معرض مالیات بر درآمد^۲ هستند. نرخ‌های این نوع مالیات به شرح ذیل است:

سرمایه‌گذاران	مالیات بر درآمد
افراد و سرمایه‌گذاران غیر شرکتی مانند سرمایه‌گذاران نهادی (داخلی و خارجی)	۱۰٪
سرمایه‌گذاران شرکتی خارجی	۲۵٪
سرمایه‌گذاران شرکتی داخلی	شرکت‌های داخلی که مالیات شرکتی پرداخت می‌کنند مشمول مالیات بر درآمد سود توزیعی نمی‌شوند.

¹ Single-Purpose Companies

² Withholding Tax

رفتار مالیاتی در سطح سرمایه‌گذار

در مالزی قانونی در مورد درآمد سرمایه‌ای ناشی از فروش واحدهای سرمایه‌گذاری وجود ندارد. بصورت طبیعی درآمدهایی که سرمایه‌گذاران از فروش واحدهای سرمایه‌گذاری کسب می‌کنند بعنوان درآمد سرمایه‌ای محسوب گردیده و مشمول مالیات درآمدی نمی‌باشد. البته نهادهای مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استثنا بوده و در مورد این شرکت‌ها چنان درآمدهایی مشمول مالیات خواهد شد.

انگیزش‌های مالیاتی برای صندوق‌های املاک و مستغلات

- معافیت‌های مالیاتی نسبت به همه ابزارها و اسناد انتقال و واگذاری دارایی؛ معافیت از مالیات بر درآمد اموال واقعی^۱ و تخفیف‌های مالیاتی روی مخارج صندوق‌های املاک و مستغلات.
- واگذاری دارایی‌ها توسط صندوق‌های املاک و مستغلات در معرض مالیات بر درآمد دارایی‌های واقعی خواهد بود. درآمد قابل پرداخت روی واگذاری دارایی‌ها تا پنج سال از تاریخ تملک بصورت زیر مشمول مالیات خواهد بود:

دوره نگهداری	نرخ مالیات بر درآمد دارایی‌های واقعی (RPGT)
تا ۲ سال	۱۵٪
فراتر از ۲ سال تا ۵ سال	۱۰٪
فراتر از ۵ سال	۰٪

درآمدهای معاف از مالیات

از آنجا که صندوق‌های املاک و مستغلات به‌عنوان یک تراس در نظر گرفته می‌شوند، برخی درآمدهای خاص آنها معاف از مالیات هستند شامل بهره یا درآمد تنزیلی ناشی از سرمایه‌گذاری‌های ذیل:

- اوراق بهاداری که توسط دولت منتشر شده و یا توسط دولت تضمین می‌شوند.
- اوراق بدهی یا اوراق بهادار اسلامی بجز اوراق قابل تبدیل که مورد تأیید کمیسیون اوراق بهادار مالزی هستند.
- اوراق بهادار اسلامی منتشره در مالزی غیر از اوراق قابل تبدیل در هر ارز رایجی غیر از رینگیت مالزی و مورد تأیید کمیسیون اوراق بهادار مالزی و نهاد ناظر خدمات مالی خارج از لابوان^۲
- اوراق قرضه و سایر اوراق بهاداری که توسط داناها^۳ منتشر می‌شوند.
- درآمدهای کسب شده از سرمایه‌گذاری‌های خارج از کشور

لازم به ذکر است درآمدهایی که برای صندوق‌ها معاف از مالیات هستند، همچنین هنگام توزیع میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نیز معاف از مالیات خواهند بود.

¹ Real property gain tax

² Labuan Offshore Financial Services Authority

³ Pengurusan Danaharta Nasional Berhad (Danaharta)

صندوق‌های املاک و مستغلات اسلامی مالزی

صندوق‌های متعارف با صندوق‌های اسلامی در نحوه کسب درآمدها و نحوه مدیریت صندوق تفاوت‌هایی دارند. در صندوق‌های املاک و مستغلات اسلامی هر یک از این جنبه‌ها باید سازگار با اصول و موازین شریعت باشند. در مالزی در کنار فعالیت صندوق‌های املاک و مستغلات متعارف، صندوق‌های اسلامی نیز در حال فعالیت هستند که رشد آن‌ها با رهنمودها و دستورالعمل‌های کمیسیون اوراق بهادار مالزی تسهیل شده است که این رهنمودها شامل موارد ذیل می‌شود:

- درآمدهای اجاره‌ای ناشی از فعالیت‌های غیر مجاز نباید فراتر از ۲۰ درصد کل درآمدهای صندوق باشد.
- صندوق‌های اسلامی نمی‌توانند مالک دارایی‌ها و املاکی شوند که مستأجران در آن فعالیت‌های غیر مجاز انجام می‌دهند.
- صندوق‌های اسلامی نباید مستأجران جدیدی را بپذیرند که فعالیت‌های آن‌ها بصورت کامل غیر مجاز است.
- در مورد فعالیت‌هایی که نیاز به فضا ندارند مانند فعالیت‌های مبتنی بر خدمات، تصمیم مبتنی بر اجتهاد است.
- همه ابزارهای سرمایه‌گذاری، سپرده‌گذاری و تأمین مالی باید سازگار با اصول شریعت باشند.
- بیمه اموال و دارایی‌های صندوق‌های املاک و مستغلات اسلامی باید مبتنی بر الگوی تکافل باشند. تنها در صورتی استفاده از بیمه متعارف مجاز است که امکان دستیابی به تکافل نباشد.
- فعالیت‌های اجاره‌ای غیر مجاز شامل موارد ذیل می‌باشند:
 - خدمات مالی مبتنی بر ربا؛
 - قمار و میسر؛
 - ساخت یا فروش محصولات غیر حلال؛
 - بیمه متعارف؛
 - فعالیت‌های سرگرمی ناسازگار با شریعت؛
 - ساخت یا فروش محصولات مرتبط یا مبتنی بر تنباکو؛
 - معامله و خرید و فروش اوراق بهادار ناسازگار با شریعت.

شرکتهای سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ترکیه

مجتبی کاوند^۱

شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIC)^۲ ترکیه‌ای، یک نهاد بازار سرمایه است که می‌تواند در املاک و مستغلات و ابزارهای بازار سرمایه سرمایه‌گذاری کند (این نهادها همان ریتس‌ها هستند که باید به‌صورت شرکت سهامی ثبت شوند نه صندوق). این شرکت‌های ترکیه‌ای معاف از مالیات هستند و در بازار سهام سازمان‌یافته در استانبول فهرست شده‌اند. در حال حاضر، ۳۰ شرکت املاک و مستغلات در بورس سهام استانبول پذیرفته شده هستند.

از آغاز سال ۲۰۰۹، هیئت مدیره بازار سرمایه نوع دیگری از شرکت تحت نظارت را با نام شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات زیرساختی^۳ معرفی کرد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات زیرساختی دارای سرمایه ثابت، معاف از مالیات، مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری شامل خدمات و سرمایه‌گذاری در زیرساخت، پروژه‌ها بر اساس خدمات و سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی، ابزارهای بازار سرمایه بر اساس خدمات و سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی، شرکت‌های زیرساختی، سایر تراست‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، شرکت‌های فعال در خدمات و سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی (شرکت‌های اجرایی)، و سایر ابزارهای بازار سرمایه.

شکل قانونی

شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات باید شرکت سهامی با مسئولیت محدود باشد. این شرکت می‌تواند به‌صورت فوری تأسیس شود. برای مثال، این شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌تواند توسط شرکت سهامی با مسئولیت محدود جدید تأسیس شود. همچنین، شرکت فعال موجود نیز می‌تواند از طریق اصلاح اساسنامه نیز به شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات تبدیل شود.

الزامات سرمایه

در سال ۲۰۱۳ حداقل الزام سرمایه برای یک شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ۳۰ میلیون واحد پول رایج کشور ترکیه بوده است.

الزامات پذیرفته شدن در بورس

حداقل ۲۵ درصد سهم شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات باید به عموم عرضه شده باشد. این شرکت‌ها متعهد می‌شوند که پس از ثبت شرکت یا اصلاح بندهای اساسنامه، ظرف مدت ۳ ماه، ۲۵ درصد سرمایه خود را به عموم عرضه کنند.

محدودیت‌های مربوط به سرمایه‌گذاران

مؤسسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات الزاماً اشخاص حقیقی یا حقوقی که دارای شرایط ذیل باشند:

^۱ کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

^۲ Real Estate Investment Company (REIC)

^۳ The Infrastructure Real Estate Company (IREIC)

۱. نباید بدهی مالیاتی داشته باشند.

۲. نباید ورشکسته یا در آستانه ورشکستگی باشند، یا نباید تعویق ورشکستگی داشته باشند.

۳. نباید مسئولیتی داشته باشند که آن مسئولیت طبق نظر هیئت مدیره بازار سرمایه، موجب لغو فعالیت‌های شرکتی آنها شود.

۴. نباید سابقه محکومیت در محاکم قضائی داشته باشند.

۵. مؤسسان حقیقی یا حقوقی یا شرکت‌هایی که سهامدار هستند نباید تصمیم به انحلال داشته باشند.

محدودیت‌های مربوط به سرمایه‌گذاران غیرمقیم

هیچ محدودیتی در مورد سرمایه‌گذاران غیرمقیم وجود ندارد.

آزمون‌های مربوط فعالیت / درآمد / دارایی

اگر شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات با هدف فعالیت در بخش مشخصی یا سرمایه‌گذاری در طرح‌های خاصی تأسیس شود، حداقل باید ۷۵ درصد پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در دارایی‌هایی باشد که در عنوان و / یا اساسنامه شرکت اشاره شده است.

شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ملزم به سرمایه‌گذاری در مستغلات، حقوق مورد حمایت مستغلات و پروژه‌های مستغلات حداقل به میزان ۵۱ درصد ارزش پرتفوی خود هستند.

شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌تواند در سپرده زمانی و سپرده‌های دیداری به پول رایج ترکیه و یا هر ارز خارجی سرمایه‌گذاری کند. این امر با هدف سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد و حداکثر ۱۰ درصد ارزش پرتفوی را می‌تواند شامل شود.

زمین‌های بدون استفاده و ثبت نشده که در پرتفوی این شرکت‌ها برای یک دوره ۵ ساله هست، و این زمین‌ها موضوع توسعه هیچ طرحی نبوده‌اند، نباید بیش از ۲۰ درصد ارزش پرتفوی باشند.

مواردی که شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مجاز به انجام آن نیست:

۱. شرکت نمی‌تواند وارد فعالیت‌های بازار سرمایه شود مگر مدیریت پرتفوی برای پرتفوی خود که محدود به همان بخشی است که در آن فعالیت دارد؛

۲. شرکت نمی‌تواند در فعالیت‌های ساخت و ساز به‌عنوان سازنده وارد شود؛

۳. شرکت نمی‌تواند به‌صورت تجاری در هتل، بیمارستان، مرکز خرید، مرکز تجاری، پارک‌های تجاری، مراکز خرید پوشاک تجاری، سایت‌های مسکونی، سوپرمارکت‌ها و انواع مشابه مستغلات، یا به‌کارگیری هر شخصی برای این اهداف فعالیت نماید؛

۴. شرکت نمی‌تواند در کسب و کار سپرده شامل هدایت کسب‌وکار و فعالیت‌هایی که منجر به تجمع سپرده می‌شود، وارد شود؛

۵. شرکت نمی‌تواند در فعالیت‌های تجارت شامل فعالیت‌های بازرگانی و صنعتی غیر از موارد مجاز وارد شود؛

۶. شرکت نمی‌تواند وام اعطا کند یا هرگونه نقل و انتقال اعتباری / بدهی با زیرمجموعه‌ها که با هدف خرید و فروش کالا و خدمات نباشد، انجام دهد؛

۷. شرکت نمی‌تواند هزینه یا کارمزد مصوب نشده یا متفاوت ارز ارزش بازار دریافت کند؛ و

۸. شرکت نمی‌تواند به‌طور مداوم برای کوتاه‌مدت مستغلات خرید و فروش کند.

محدودیت‌های مربوط به دارایی‌های خارجی

شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌تواند در املاک مستغلات خارجی و ابزارهای بازار سرمایه که پشتوانه مستغلات دارند حداکثر تا ۴۹ درصد ارزش پرتفوی خود سرمایه‌گذاری کنند.

الزامات توزیع

از آنجائی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات سهامی عام هستند، توزیع سود آن‌ها به مقررات عمومی هیئت مدیره بازار سرمایه وابسته است. سود قابل توزیع بر اساس مقررات هیئت مدیره بازار سرمایه و مقررات کد بازرگانی ترکیه محاسبه می‌شود. به‌منظور اطمینان از وضعیت سرمایه شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، کمتر از سود قابل توزیع خالص بر اساس مقررات کد بازرگانی ترکیه و مقررات هیئت مدیره بازار سرمایه باید توزیع شود. براساس هر یک از این محاسبات، سود خالص معمولاً درآمد ناخالص شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات منهای مالیات، ذخایر قانونی، زیان‌های انباشته و سایر پرداخت‌ها است. صرف سرمایه تحقق نیافته در محاسبه سود ناخالص وارد نمی‌شود.

رفتار مالیاتی در سطح شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

سود حاصل از فعالیت‌های شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات از مالیات شرکتی معاف است و نرخ مالیات سود تقسیمی برای شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات صفر درصد تعیین می‌شود.

مالیات بر سود تقسیمی

مالیات سرمایه‌گذارانی که سود تقسیمی را از شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات دریافت کرده‌اند

اگرچه در حال حاضر در ترکیه توزیع سود تقسیمی میان افراد و سهامداران غیرمقیم شرکت‌های ترکیه‌ای ۱۵ درصد سود تقسیمی بعد از کسر مالیات است، ولی از آنجایی که نرخ مالیات توسط هیئت وزیران برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات صفر تعیین شده است، در حال حاضر توزیع سود به افراد و سهامداران غیرمقیم شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بدون کسر مالیات است.

سودهای تقسیمی دریافتی توسط شرکت‌های مقیم

از آنجایی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات معاف از مالیات هستند، معافیت مشارکت برای سودهای تقسیمی دریافتی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاربردی نیست. بنابراین، سودهای دریافتی توسط شرکت‌ها از شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ترکیه مشمول مالیات شرکتی است. اگر سود به افراد یا شرکت‌های غیرمقیم توزیع شود آنگاه این توزیع سود طبق مقررات محلی مشمول مالیات خواهد بود.

سود تقسیمی دریافتی توسط شرکت‌های غیرمقیم

مالیات سود تقسیمی شرکت‌های غیرمقیم به رفتار مالیاتی کشور مقیم بستگی دارد.

سود تقسیمی دریافتی توسط افراد مقیم

سهامداران فردی مقیم شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات متعهد به اظهار نصف سود تقسیمی دریافتی از شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات هستند اگر نصف سود تقسیمی دریافتی از شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بیش‌تر از محدودیت اظهارنامه باشد (این رقم در سال ۲۰۱۳، تقریباً ۱۱۰۰۰ یورو بوده است). درآمد اظهاری مشمول مالیات درآمدی در نرخ تصاعدی بین ۱۵ تا ۳۵ درصد خواهد بود.

سود تقسیمی دریافتی توسط افراد غیرمقیم

مالیات سود تقسیمی افراد غیرمقیم به رفتار مالیاتی کشور مقیم بستگی دارد.

رفتار مالیات در سطح سرمایه‌گذار

عایدی سرمایه دریافتی توسط شرکت‌های مقیم

عایدی سرمایه حاصل از فروش سهام شرکت سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان توسط نهادهای قانونی مقیم درآمد شرکت فروشنده سهام است و مشمول مالیات شرکتی است. از این‌رو، روش معافیت مالیاتی شرکت می‌تواند برای به حداقل رساندن مالیات مربوط به فروش سهام مفید باشد.

عایدی سرمایه دریافتی توسط شرکت‌های غیرمقیم

از آنجایی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات سهامی عام هستند، عایدی سرمایه حاصل از فروش سهام در بورس سهام استانبول توسط نهادهای قانونی غیرمقیم که استقرار دائمی در ترکیه ندارند مشمول مالیات بردرآمد ماهانه خواهند بود. نرخ فعلی مالیات بردرآمد ماهانه صفر درصد برای عایدی سرمایه دریافتی شرکت‌های غیرمقیم مناسب است و آن مالیات، مالیات نهائی برای آن شرکت‌ها محسوب می‌شود.

باید توجه داشت که عایدی سرمایه حاصل از فروش سهام شرکت ترکیه‌ای غیربورسی توسط شرکت‌های غیرمقیم که استقرار دائمی در ترکیه ندارند، بعد از درخواست تعدیل هزینه نیاز به افشا ندارد. این افشا باید ظرف ۱۵ روز بعد از فروش سهم صورت

گیرد، اگرچه یک بازگشت مالیات شرکتی ویژه است و باید طبق مالیات تصاعدی شرکتی استاندارد مالیات گرفته شود (برای تعدیل هزینه، هزینه اولیه نسبت به شاخص قیمت کل تعدیل می‌شود، به‌جز برای ماهی که در آن ماه سهم‌ها طبقه‌بندی می‌شوند اگر افزایش کل در شاخص قیمت کل بیش از ۱۰ درصد باشد).

به‌علاوه، سود تقسیمی مشمول مالیات برای عایدی خالص نیز مناسب است. اما، از آن‌جائی که بیشتر موافقت‌های مالیاتی دوگانه در ترکیه، مالیات روی عایدی سرمایه را ممنوع می‌کند، بسته به دوره نگهداری سهم شرکت ترکیه‌ای، پیشنهاد می‌شود موافقت‌های مالیاتی دوگانه قبل از این معاملات امتحان شود.

عایدی سرمایه دریافتی توسط افراد مقیم

از آن‌جائی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات سهامی عام هستند، عایدی سرمایه حاصل از فروش سهم آن‌ها در بورس استانبول برای افراد مقیم مشمول مالیات است. نرخ فعلی مالیات صفر درصد برای این افراد مناسب است و به‌عنوان مالیات نهادی آنان محسوب می‌شود.

عایدی سرمایه دریافتی توسط افراد غیرمقیم

از آنجایی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات سهامی عام هستند، عایدی سرمایه حاصل از فروش سهم آن‌ها در بورس استانبول برای افراد غیرمقیم مشمول مالیات است. نرخ فعلی مالیات صفر درصد برای این افراد مناسب است و به‌عنوان مالیات نهادی آنان محسوب می‌شود.

انتقال به شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات / امتیاز مالیاتی

هیچگونه امتیازات مالیاتی خاصی که جذاب و در دسترس املاک و مستغلات باشد برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات وجود ندارد.

صندوق‌های املاک و مستغلات در انگلیس

مجید کریمی^۱

ریتس‌ها از ابتدای ژانویه سال ۲۰۰۷ با قانون مالی ۲۰۰۶ در انگلستان شناخته شدند. در ابتدای این سال ۹ کمپانی برای تشکیل ریتس انتخاب شدند. در این سال ریتس‌ها با رشد معناداری افزایش یافتند و البته هر سال این رشد کاهش یافته است. ریتس‌ها در انگلستان تحت قوانین ترکیبی اولیه و ثانویه عمل می‌کنند و راهنمایی نیز به همراه دارند. قانون اولیه به عنوان قسمتی از پروژه ساده سازی استفاده از قانون مالیاتی انگلستان نوشته شده است. قانون نوشته شده قسمتی از قانون مالیات شرکتی ۲۰۱۰ می‌باشد. همچنین راهنمایی برای کمک به این قانون ضمیمه شده است. قوانین اشاره به اموال کسب و کار اجاره و سایر کسب و کارهای مازون در ریتس‌ها دارد. اصلاح قوانین ریتس که در قانون ۲۰۱۲ بدان اشاره شده است تغییراتی داشته که باعث جذابیت بیشتر ریتس‌ها شده است. ورود به رژیم ریتس ارزان تر شده است و شارژ اولیه نادیده گرفته می‌شود. ریتس‌های جدید می‌توانند در AIM لیست شوند و فرصتی سه ساله برای توسعه ریتس‌ها و خروج از بسته بودن آنها داده می‌شود. علاوه بر این نهادهای مشخصی تشویق به سرمایه گذاری در ریتس‌ها می‌شوند....

در قانون مالی سال ۲۰۱۳ دولت اصلاحاتی در ارتباط با سرمایه گذاری یک ریتس در ریتسی دیگر در انگلستان بیان داشته است. این تغییرات سه منفعت عمده برای بخش ریتس دارد: تنوع سرمایه گذاری، انعطاف در مدیریت نقدینگی و ساده سازی مالیات.

خلاصه اطلاعات ریتس‌ها در انگلستان

کشور	تعداد ریتس	ارزش بازار \$
انگلستان	۲۲	۶۶۰۶۹

۵ ریتس‌های اول انگلستان

نام کمپانی	ارزش بازار \$	بازدهی یک سال %	بازدهی سود نقدی %	شاخص جهانی %
Land Securities	۱۳۹۴۵	۲۶.۱	۲.۸۹	۱.۴۳
British land	۱۲۱۳۱	۳۶.۳	۳.۷۵	۱.۲۴
Intu Properties	۷۴۳۰	۳۰.۲	۴.۲۵	۰.۵۱
Hammerson	۷۱۸۹	۳۱.۱	۳.۲۱	۰.۷۳
Derwent London	۴۷۴۶	۲۲.۶	۱.۴۸	۰.۴۳

^۱ کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

الزامات

روند و تشریفات

در بین گروهی از کمپانی‌ها که ریتس تشکیل می‌دهند یک کمپانی به عنوان کمپانی مادر شناخته می‌شود که باید:

- ساکن انگلستان باشد و نه هیچ جای دیگر؛
- سهام این شرکت در بورس‌های شناخته شده قابل فروش باشد (در سه سال اول مصداق ندارد)؛
- شرکت سرمایه‌گذاری باز نباشد؛
- کمپانی بسته نباشد. (برای سه سال اول مصداق ندارد)؛
- فقط دارای یک طبقه از سهام عادی است؛
- نباید هیچ اقدام مربوط به وام داشته باشد؛
- و اینکه کمپانی مادر است که صورت‌های مالی را تهیه می‌کند.

شکل قانونی

کمپانی مادر در انگلستان باید یک شرکت با سرمایه بسته باشد. این شرکت باید فقط تحت قانون مالیات انگلستان عمل کند و ساکن ساختار مالیاتی هیچ کشور دیگری نباشد. بقیه شرکت‌ها که تابعه شرکت مادرند می‌توانند تحت قوانین خارج از انگلستان باشند اما ممکن است تحت قوانین محلی مالیات خارج از کشور سختی‌هایی متحمل شوند. مدیریت می‌تواند داخلی یا خارجی باشد.

حداقل سرمایه

یک ریتس در انگلستان باید فقط یک طبقه از سهام عادی داشته باشد اما می‌تواند پیشنهاد سهام ممتاز بدون حق رای و سهام ممتاز بدون حق رای قابل تبدیل و سهام وام قابل تبدیل را نیز بدهد. میزان سرمایه مورد نیاز برای تشکیل ریتس GBP ۵۰,۰۰۰ است.

فرم قانونی	حداقل سرمایه مورد نیاز
به عنوان یک شرکت با سرمایه بسته لیست می‌شود	GBP ۵۰,۰۰۰ (اگر در انگلستان لیست شود)

الزامات سهامدار

ریتس در انگلستان نباید یک شرکت بسته باشد. همان‌طور که اشاره شد وقتی یک شرکت را شرکت بسته می‌گوییم که تحت کنترل ۵ نفر از سهامداران یا کمتر باشد. یک شرکت لیست شده نباید زمانی که حداقل ۳۵ درصد سهام متعلق به عموم است بسته باشد. عموم در این عبارت به این معناست که کمتر از ۵ درصد مالک هستند و یا صندوق‌های بازنشتی. اما شرکت‌های

^۱ منظور از شرکت بسته، شرکت با سرمایه با سرمایه بسته نیست، بلکه در انگلستان به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که تحت کنترل ۵ نفر یا کمتر از سهامداران شرکت باشد

غیر بسته و سرمایه گذاران شامل سازمان های خیریه، تامین کنندگان مسکن اجتماعی، صندوق های ثروت ملی، صندوقهای بازنشستگی و... را مستثنی می شود.

این الزام و الزامات دیگر در جدول زیر خلاصه می شود.

الزامات سهامدار
یک شرکت بسته نیست. (تعریف شرکت بسته) یک سهامدار نباید ۱۰ درصد یا بیشتر سهام داشته باشد و یا حق رأی متناسب با آن برای او وجود داشته باشد. هیچ محدودیتی برای سهامدار خارجی نیست.

محدودیت ها در فعالیت و سرمایه گذاری

- حداقل ۷۵ درصد سود خالص ریتس باید اجاره اموال بدست آید که با استفاده از صورت های مالی بدست می آید.
- حداقل ۷۵ درصد دارایی ها باید درگیر کسب و کار مربوط به اجاره گردد. (باید از طریق صورت های مالی بدست آید).
- ریتس حداقل باید سه دارایی مجزا نگه دارد.
- دارایی هیچ کس نباید بیشتر از ۴۰ درصد کل دارایی ها باشد.
- ممکن است خارج از انگلستان در مستغلات سرمایه گذاری صورت بگیرد که ماذون است.

اهرم

وام گرفتن پول با نسبت هزینه مالی محدود می شود. نسبت به عنوان «سود اموال» تعریف می شود، به این معنا که سود اموال از اجاره قبل از کسر بهره، ضرر و زیان از یک دوره حسابداری قبلی و استهلاک مالیاتی، تقسیم به هزینه تامین مالی اموال می شود.

تعهدات مربوط به توزیع سود

درآمد عملیاتی	سود سرمایه	زمان
۹۰ درصد درآمد حاصل از اجاره باید توزیع گردد.	هیچ تعهدی برای توزیع این بخش وجود ندارد	بعد از ۱۲ ماه در هر سال

صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و مستغلات در سنگاپور

سید امیرحسین اعتصامی^۱

سیستم REIT بصورت رسمی در سال ۱۹۹۹ راه‌اندازی شد. و در سال ۲۰۰۲ اولین ریتز سنگاپوری (S-REIT) در بورس سنگاپور (SGX) ثبت شد.

تاکنون ۲۶ صندوق S-REIT در SGX به ثبت رسیده است. تا آپریل ۲۰۱۳ ارزش بازار S-REIT حدود ۷۵ میلیارد دلار سنگاپور بوده است.

چارچوب حقوقی

S-REIT به عنوان یک صندوق سرمایه‌گذاری با سید ثابت (unit trust) محسوب می‌شود که بوسیله نظام برنامه جامع سرمایه‌گذاری مورد نظارت قرار می‌گیرد.

الزامات سرمایه

S-REIT پذیرش شده باید حداقل ۳۰۰ میلیون دلار سنگاپور بر اساس قیمت انتشار، سرمایه داشته باشند.

الزامات ثبت

هر چند S-REIT می‌تواند بصورت پذیرش شده یا پذیرش نشده باشد؛ برای لیست شدن باید واجد شرط امتیاز مالیاتی باشند.

محدودیت‌هایی برای سرمایه‌گذاران

حداقل تعداد سرمایه‌گذاران

برای S-REIT پذیرش شده، حداقل ۲۵٪ از سهم سرمایه یا واحد باید بوسیله حداقل ۵۰۰ سهامدار عمومی نگهداری شود. برای S-REIT در کشورهای خارجی، الزامات تفکیک سهامداران باید تابع آن کشور باشد.

محدودیت‌هایی برای سرمایه‌گذاران غیر مقیم

هیچگونه محدودیتی برای سرمایه‌گذاران غیر مقیم سنگاپور وجود ندارد.

انواع سرمایه‌گذاری‌های قابل قبول

۱. املاک و مستغلات در داخل یا خارج از سنگاپور
۲. دارایی‌های مرتبط با املاک و مستغلات
۳. اوراق بدهی و سهام شرکت‌های غیر ساختمانی پذیرفته شده
۴. اوراق منتشره توسط دولت، نهادهای برون مرزی یا نهادهای قانونی سنگاپور

^۱ کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

۵. وجه نقد یا معادل وجه نقد.

فعالیت های سرمایه گذاری S-REIT محدود به موارد زیر است

حداقل ۷۵٪ سپرده گذاری در املاک باید در املاک و مستغلات درآمدزا سرمایه گذاری شوند.

صندوق نباید وارد فعالیت های توسعه ای املاک و یا سرمایه گذاری در شرکت های توسعه ای املاک که لیست نشده اند شود مگر آنکه قصد نگهداری آن دارایی تا زمان تکمیل را داشته باشد.

صندوق نباید در زمین های متروکه یا رهنی سرمایه گذاری کند، به غیر از اوراق بهادار رهنی (MBS).

مجموع ارزش قرارداد فعالیت های توسعه ای املاک و سرمایه گذاری های صورت گرفته در املاک تکمیل نشده نباید بیش از ۱۰٪ ارزش سپرده گذاری ها در دارایی ها باشد.

نباید بیش از ۵٪ حجم سپرده گذاری شده در دارایی ها در هر یک از اوراق منتشره یا صندوق ها باشد.

محدودیت در دارایی های خارجی

هیچ محدودیتی در تملک دارایی های خارجی وجود ندارد.

الزامات توزیع درآمد

هیچ الزام قانونی و حقوقی برای S-REIT در مورد توزیع درصدی از درآمد برای یک سال مالی مشخص وجود ندارد. ولی با این وجود به منظور شفاف سازی رفتار مالیاتی، یک S-REIT نیازمند این خواهد بود که حداقل ۹۰٪ از درآمد قابل قبول مالیاتی در یک سال مالی را توزیع کند. درآمد قابل قبول مالیاتی عبارت است از:

۱. درآمد حاصل از اجاره یا درآمد حاصل از مدیریت یا نگهداری دارایی غیرمنقول به جز منافع دارایی های غیر قابل انتقال در اختیار و در معرض بکارگیری.
۲. درآمدی که نسبت به مدیریت و نگهداری دارایی های غیر منقول جانبی محسوب می شود، به جز منافع دارایی های غیر منقول در اختیار و سود تقسیمی شرکت های سنگاپوری.
۳. درآمد قابل دریافتی (به جز سود تقسیمی شرکت های سنگاپوری) به جز دو مورد بالا، اما منافع دارایی های غیر منقول در اختیار جز موارد می باشد.
۴. سود توزیعی مصوب صندوق سرمایه گذاری املاک و مستغلات که ناشی از درآمدهایی که در موارد ۱ و ۲ به آن اشاره شد.

رفتار مالیاتی در مورد S-REIT

یک S-REIT می تواند شفاف سازی مالیاتی در رابطه با درآمد قابل قبول مالیاتی توزیعی میان دارندگان واحدها داشته باشد. بر این اساس رفتار، متولی در قبال درآمد S-REIT مشمول مالیات نخواهد شد. به جای آن مالیات تنها در سطح دارندگان واحدها

وضع می‌شود. هر قسمت از درآمد شناسایی شده توزیع نشده به منظور محاسبه مالیات نهایی در سطح متولی مورد بازنگری قرار می‌گیرد.

منابع خارجی سود تقسیمی به دست آمده بوسیله S-REIT، براساس بخش ۱۳ قانون مالیات درآمدی (ITA) ممکن است معاف از مالیات باشد. اگر منابع خارجی سود تقسیمی صلاحیت‌های ماده ۱۳ را برای معافیت نداشته باشد.

طبق ماده ۱۰ E از ITA، مبالغ اجاره و سایر درآمدهای به دست آمده مرتبط بوسیله یک S-REIT به عنوان یک درآمد به دست آمده حاصل از سرمایه‌گذاری به شمار می‌آید.

وضع مالیات بر توزیع

توزیع خارج از درآمد قابل قبول مالیاتی

هیچ مالیاتی بر توزیع های صورت گرفته برای دارندگان واحدهای صندوق در موارد زیر نخواهد بود:

- دارندگان واحدها فرد حقیقی باشند.
- شرکت‌های سنگاپوری
- شرکت‌های مقیم در سنگاپور
- شعبه‌های شرکت در سنگاپور که موافقت برای توزیع بدون کسر مالیات را دریافت کرده اند.
- افرادی حقیقی که در سنگاپور اسمشان ثبت شده است.
- مالیات ۱۰٪ برای توزیع افراد غیر حقیقی و غیر مقیم خواهد بود. مالیات بر توزیع برای دیگر اشخاص نرخ مالیات بر شرکت‌های عمومی (معمولاً ۱۷٪) می‌باشد.

سودهای ایجاد شده در ذیل که بوسیله یک S-REIT ایجاد شده است معاف از مالیات سنگاپور برای تمامی دارندگان واحدهای صندوق خواهد بود:

۱. درآمد مالیات پرداخت شده بوسیله متولی
۲. منافع سرمایه‌ای
۳. درآمد حاصل از نگهداری دارایی‌های خارجی به جز موارد یاد شده در بخش ۱۳(۸)، ۱۳(۱۲) ITA
۴. سود تقسیمی از شرکت‌های سنگاپوری

رفتار مالیاتی در سطح سرمایه‌گذار

سرمایه‌گذار حقیقی

سود توزیعی به سرمایه‌گذار حقیقی معاف از مالیات درآمدی است مگر توزیعی که ناشی از درآمدهای قابل قبول مالیاتی باشد در این حالت درآمد مقید به مالیات درآمدی با نرخ مالیات عمومی خواهد بود.

هر نوع منفعتی که دارنده واحد از قبال فروش واحدها به دست آورد بدون مالیات خواهد بود، مادامی که منفعت از تجارت و تبادلات در سنگاپور به دست نیامده باشد.

سرمایه‌گذار شرکتی

توزیع سود حاصله از درآمد قابل قبول مالیاتی برای شرکت‌ها در سنگاپور مقید به پرداخت سود رایج برای شرکت‌ها (معمولاً ۱۷٪) است. هر نوع درآمد خارج از موارد مذکور معاف از مالیات است.

سرمایه‌گذاران غیر مقیم

سرمایه‌گذاران حقیقی

همانند بالا، سود توزیعی برای افراد حقیقی معاف از مالیات سنگاپور خواهد بود.

سرمایه‌گذار شرکتی

سود توزیعی به سرمایه‌گذارانی که غیر حقیقی هستند و به آنها در سنگاپور و دیگر کشورها مالیات تعلق نمی‌گیرد و تأسیسات دائمی در سنگاپور ندارند یا محلی برای فعالیت‌های خود در سنگاپور ندارند مالیات ۱۰٪ پرداخت خواهند کرد.

برخی از ضوابط حاکم بر این صندوق‌ها عبارتست از:

حداکثر نسبت بدهی بلند مدت به سرمایه مالکانه ۳۵٪ است.

ارزشگذاری دارایی‌ها بصورت سالانه انجام می‌شود.

برخی محدودیت‌ها در سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها وجود دارد.

توزیع حداقل ۹۰٪ از درآمد مشمول مالیات.

یکی از مزایای S-REIT، مزیت مالیاتی است که مالیات تنها برای سرمایه‌گذاران می‌باشد و به صندوق مالیات تعلق نمی‌گیرد.

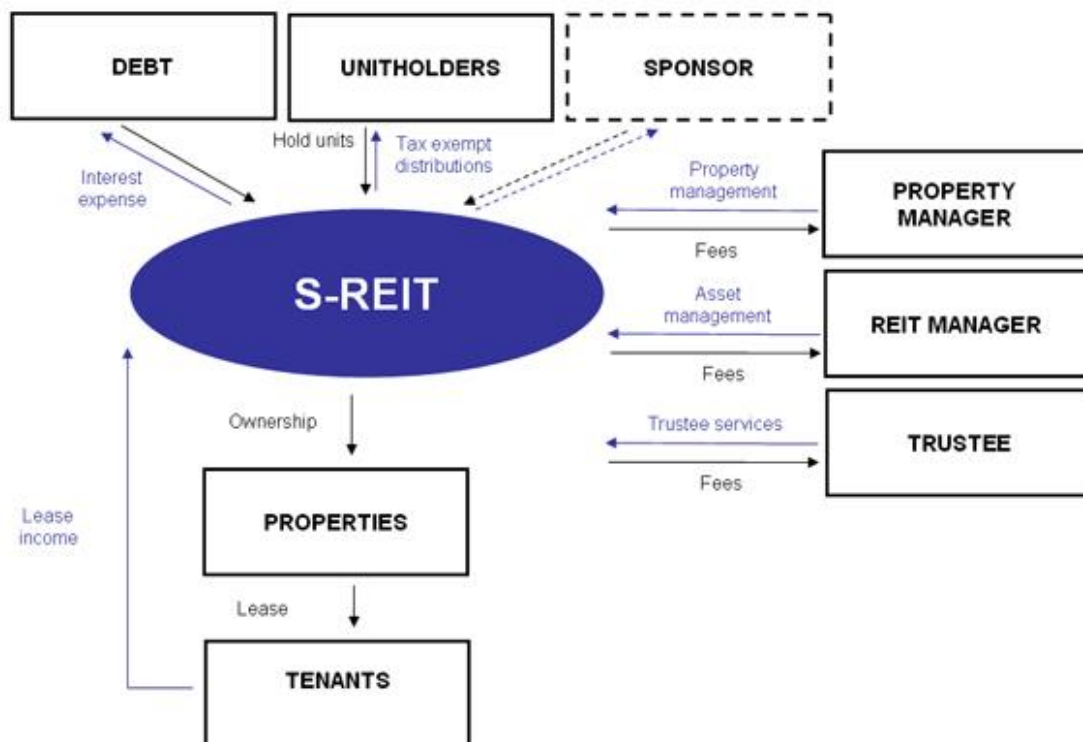
بازدهی‌های S-REIT

عموماً یک S-REIT سود تقسیمی دارد که بر اساس درآمد حاصله بوسیله دارایی‌های پرتفوی به دست می‌آید. بیشتر REIT کارمزد سالانه مدیریت، کارمزد مدیریت دارایی، کارمزد متولی و سایر مخارج را به همراه دارند که قبل از توزیع از بازده نقدی کسر می‌گردد.

رشد REIT به ۴ عامل وابسته است



مدل عملیاتی



صندوق‌های املاک و مستغلات در آمریکا

میثم دعائی^۱

مؤسسات ریتس با جمع‌آوری پول، به خرید و اجاره پروژه‌های ساختمانی می‌پردازند و سمت تقاضا را تحریک می‌کنند. کنکره آمریکا اجازه تاسیس این مؤسسات را در سال ۱۹۶۰ صادر کرد. که تا کنون تعداد ۲۳۱ مؤسسه ریتس با ارزش بازاری بالغ بر ۸۲۵ میلیارد دلار تا سال ۲۰۱۴ فعال بوده‌اند. هدف کنگره افزایش سرمایه‌گذاری در بخش املاک و مستغلات در مقیاس بزرگ با توجه به سرمایه اندک سرمایه‌گذاران بوده است. این مؤسسات همانند سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران سودتوزیع می‌کند. از مزایای این مؤسسات می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

(الف) به تنوع سرمایه‌گذاری در پرتفوی دارایی‌های بیشتری می‌باشد،

(ب) مدیران حرفه‌ای و باسابقه املاک و مستغلات در این مؤسسات فعال می‌باشند،

(ج) اجبار این مؤسسات در توزیع سود در آخر دوره مالی.

الزامات

- شکل قانونی این مؤسسات بگونه‌ای است که می‌توانند در غالب شرکت سهامی، تراست و شرکت با مسئولیت محدود تشکیل شوند. ضمناً هیچ اجباری برای پذیرش در بورس‌ها ندارند و ریتس‌های سهامی عام و خصوصی در آمریکا وجود دارد.
- سهام این مؤسسات قابل انتقال به غیر می‌باشد.
- این مؤسسات توسط یک یا چند متولی یا مدیر مدیریت می‌شود.
- این مؤسسات می‌توانند دارایی‌هایی از جمله آپارتمان، فروشگاه، انبار، هتل، مراکز تفریحی و وام‌های رهنی را خریداری کنند. اما اکثر اوقات ریتس‌ها بصورت تخصصی فقط در یک حیطه خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند مانند ریتس با تمرکز بر ادارات، ریتس با تمرکز بر سکونت، ریتس بهداشت و سلامت (بیمارستان، آزمایشگاه) و ..
- این مؤسسات حداقل باید ۱۰۰ نفر سهامدار بدون محدودیت خاصی در مقدار سهم هر سهامدار داشته باشند.
- ۵ نفر و یا کمتر نمی‌توانند بیش از ۵۰٪ ارزش ریتس را در اختیار داشته باشند.
- این مؤسسات می‌توانند سهام عادی و ممتاز منتشر کنند.
- در مورد حضور سرمایه‌گذار خارجی در این مؤسسات محدودیتی وجود ندارد.
- در مورد درآمد ریتس‌ها می‌توان گفت که باید حداقل ۷۵٪ از درآمد آن‌ها و ۷۵٪ از ارزش ریتس از بخش مرتبط با املاک و مستغلات مانند اجاره، بهره وام رهنی، فروش املاک و مستغلات و یا سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری در دیگر ریتس‌ها باشد.
- حداقل ۷۵٪ از دارایی آن‌ها باید در زمینه املاک و مستغلات یا اوراق بهادار دولتی و وجه نقد باشد.

^۱ کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

- بیش از ۵٪ ارزش ریتس نمی‌تواند شامل اوراق بهادار شرکت‌ها باشد و بیش از ۲۵٪ ارزش ریتس نمی‌تواند شامل اوراق بهادار دیگر ریتس‌ها باشد.
- مؤسسه ریتس نمی‌تواند مالک بیش از ۱۰٪ سهام دیگر شرکت‌ها باشد مگر اینکه ریتس باشد.
- هیچ محدودیتی برای اهرم مالی ریتس وجود ندارد.
- باید ۹۰٪ سود خود را بین سهامداران در پایان سال مالی تقسیم کند.
- هیچ محدودیتی برای خرید دارایی خارجی وجود ندارد اما مؤسسه باید محدودیت‌های ذکر شده در مورد دارایی‌های داخل ذکر شده در بالا را در مورد خرید دارایی خارجی مدنظر قرار دهد.
- در صورت فروش دارایی تحت تملک مؤسسه، مؤسسه ریتس باید ۱۰۰٪ مالیات آن را پرداخت کند (به این دلیل که مؤسسه املاک و مستغلات را با هدف سفته‌بازی و معامله‌گری خریداری نکند).
- سرمایه‌گذاران انفرادی در مؤسسه ریتس اگر ساکن آمریکا باید مالیات بر سود سرمایه‌ای معادل ۲۳.۸٪ پرداخت کنند.
- در مؤسسه ریتس اگر ساکن آمریکا باشند نیازی به پرداخت مالیات بر سود تقسیمی ندارند.
- سرمایه‌گذاران انفرادی و حقوقی در صورتی که خارجی باشند باید به ترتیب ۳۰٪ و ۳۵٪ مالیات بر سود تقسیمی و سود سرمایه و ۱۰٪ برای بازده سرمایه پرداخت کنند.
- سود پرداختی به سهامداران قبل از محاسبه مالیات محاسبه می‌شود.
- در صورتیکه سهامداران ریتس دارای شخصیت حقوقی باشند، باید بر اساس درآمد، سود سرمایه و سود تقسیمی، مالیاتی معادل ۳۵٪ پرداخت کنند.
- درآمد جاری و سود سرمایه این مؤسسات به میزان توزیع بین سهامداران، معاف از مالیات می‌باشد.
- در انتهای سال مالی، مالیات بر اساس تغییر ارزش دارایی ریتس نسبت به اول سال مالی حساب می‌شود. اگر ریتس دارایی‌اش در مدت ۱۰ سال را نفروشد و یا تبدیل به دارایی دیگری نکند شامل این نوع مالیات نمی‌شود.
- صورت‌های مالی تلفیقی این مؤسسات باید بر اساس استانداردهای بین‌المللی (GAAP) باشد.

در مجموع آمار مربوط به صندوق‌های املاک و مستغلات در کشورهای مختلف در جدول ۲ خلاصه شده است.

جدول ۲- آمار صندوق‌های املاک و مستغلات در کشورهای مختلف

کشور پذیرنده	تعداد REITs	ارزش بازار (میلیون دلار آمریکا)	نوع REITs
بلژیک	۱۷	۱۰,۴۴۵	شرکت سهامی
بلغارستان	۱۸	۴۰۰	شرکت سهامی
فرانسه	۳۳	۷۵,۰۴۱	شرکت سهامی
آلمان	۳	۱,۵۹۷	شرکت سهامی
یونان	۳	۱,۳۶۰	شرکت سهامی
ایتالیا	۲	۲,۰۶۶	شرکت سهامی
هلند	۵	۱۱,۲۳۰	شرکت سهامی
ترکیه	۲۷	۹,۶۶۰	شرکت سهامی
انگلیس	۲۲	۶۶,۰۶۹	شرکت سهامی
برزیل	۱۸۷ (۱۵۱ مورد در بورس)	۱۰,۰۰۰	صندوق
کانادا	۴۹	۵۵,۵۴۹	تراست
آمریکا	۲۳۱	۸۲۵,۴۹۳	شرکت سهامی
استرالیا	۵۲	۸۶,۱۶۹	تراست
ژاپن	۴۶	۸۴,۱۰۰	تراست و شرکت سهامی
مالزی	۱۵	۷,۱۱۸	تراست
سنگاپور	۳۷	۵۲,۰۴۹	تراست
کره جنوبی	۸	۸۴۷	شرکت سهامی
تایلند	۴۷	۸,۰۷۹	تراست