



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Διπλωματική Εργασία Αικατερίνης Θ. Στριμμένου

***“Ο Θεσμός και η Απόδοση των
Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επενδύσεων
Ακινήτων (REITs):
Η Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία”***



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ : Λέκτωρ κ. Δημήτριος Κυριαζής

ΑΘΗΝΑ 2007



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	13
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....	13
1.1 Η ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....	14
1.2 ΕΠΕΝΔΥΟΝΤΑΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	16
1.2.1 Στόχοι.....	16
1.2.2 Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα.....	17
1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	21
REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS.....	21
REITS.....	21
2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ REITs.....	22
2.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	24
2.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	26
2.4 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ REITs.....	28
2.4.1 Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική.....	28
2.4.2 Κατηγοριοποίηση με βάση τη γεωγραφική κατανομή.....	30
2.4.3 Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	31
ΤΑ REITs ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΑΛΛΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ	
ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	31



3.1	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	32
3.2	ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ REITs ΜΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΑ.....	34
3.3	ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ REITs ΜΕ ΟΜΟΛΟΓΑ	36
3.4	ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΩΝ REITs ΜΕ ΤΙΣ ΕΤΕΡΡΟΡΥΘΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4		39
Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ REITs		39
4.1	ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ.....	40
4.2	Η ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ REITs	40
4.3	Η ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ REITs	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5		44
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ – ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΕ REITs.....		44
5.1	ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ REITs	45
5.2	ΠΟΣΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ	46
5.2.1	<i>Δείκτης NAV (Net Asset Value)</i>	46
5.2.2	<i>Λειτουργικά Έσοδα - Funds from Operations</i>	47
5.2.3	<i>Συντελεστής απόδοσης (Rate of Return) και μερίσματα</i>	48
5.2.4	<i>Έξοδα που βαρύνουν το REIT</i>	48
5.2.5	<i>Πηγές Κεφαλαίου</i>	49
5.3	ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ	50



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	52
ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ REITS	52
6.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	53
6.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	56
ΟΙ ΚΥΚΛΟΙ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	56
7.1 ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΤΙΜΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ	57
7.2 ΑΛΛΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	60
7.3 ΠΟΣΟ ΦΥΣΙΟΛΟΓΙΚΗ ΕΙΝΑΙ Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8	68
ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITS	68
8.1 ΟΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	69
8.2 ΟΙ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITs.....	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9	75
ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ REITS ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ	75
9.1 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ REITs	76



9.2	REITs : ΤΟ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	85
9.3	Η ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ REITs ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....	89
9.4	ΟΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ REAL ESTATE ΣΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ 2007	91
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10		94
ΤΟ REAL ESTATE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ		94
ΑΕΕΑΠ: ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ REITs.....		94
10.1	ΟΡΙΣΜΟΣ - ΓΕΝΙΚΑ	95
10.2	ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ	98
10.3	ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ.....	101
10.4	ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ..	102
10.5	ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΕΕΑΠ	104
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11		116
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ		116
11.1	ΓΕΝΙΚΑ.....	117
11.2	ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ .	119
11.2.1	<i>Κατοικίες</i>	119
11.2.2	<i>Επαγγελματική στέγη</i>	124
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12		128
ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....		128



12.1	ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ.....	129
12.2	ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ ΑΠΟ ΑΝΑΠΑΝΤΕΧΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ.....	131
12.3	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....	133
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13		134
ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITS		134
13.1	ΔΙΕΘΝΗΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	135
13.2	ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITs	139
13.3	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ REAL ESTATE - REITs ΚΑΙ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ .	141
	13.3.1 Αποδόσεις Ακίνητης Περιουσίας έναντι Πληθωρισμού	141
	13.3.2 Αποδόσεις REITs έναντι Πληθωρισμού.....	143
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14		146
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ		146
ΠΗΓΕΣ.....		149
	ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	149
	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	153
	ΤΡΑΠΕΖΕΣ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	154
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....		155



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1: Η κατανομή των REITs με βάση την επενδυτική πολιτική	29
Διάγραμμα 2: Η κατανομή των REITs με βάση τον τύπο ιδιοκτησίας	30
Διάγραμμα 3: Σχέση απόδοσης-κινδύνου διαφόρων επενδύσεων..	33
Διάγραμμα 4: Διαφορά Αποδόσεων REITs – 10ετών Ομολόγων Δημοσίου	36
Διάγραμμα 5 : Επίδραση Ανόδου Πληθωρισμού στις Τιμές Κατοικιών ανά Ομάδα Χωρών	61
Διάγραμμα 6: Αγορά Κατοικίας & Οικονομικός Κύκλος – Η.Π.Α.....	62
Διάγραμμα 7: Αγορά Κατοικίας & Οικονομικός Κύκλος – Ισπανία...	63
Διάγραμμα 8 : Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια	64
Διάγραμμα 9: Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια: Η.Π.Α.	66
Διάγραμμα 10: Οι μερισματικές αποδόσεις ανά περιοχή	70
Διάγραμμα 11: Οι συνολικές αποδόσεις το 2005 ανά χώρα.....	73



Διάγραμμα 12: Ετησιοποιημένες συνολικές αποδόσεις ανά περιοχή (σε τοπικά νομίσματα)	74
Διάγραμμα 13 : Παγκόσμια αγορά εμπορικού real estate	78
Διάγραμμα 14 : Ανάπτυξη της Παγκόσμιας Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών Real Estate	79
Διάγραμμα 15: “Εισηγμένο” Real Estate ανά Χώρα	79
Διάγραμμα 16: Παγκόσμια Κατανομή της Αξίας των REITs	81
Διάγραμμα 17: Κατανομή της Ευρωπαϊκής Αγοράς των REITs.....	82
Διάγραμμα 18: Σύθεση χαρτοφυλακίων ακινήτων των Ερωπαϊκών REITs.....	84
Διάγραμμα 19: Ιστορικό Αγοράς-Δόμησης κατοικίας	120
Διάγραμμα 20: Η αγορά κατοικίας ως επένδυση	121
Διάγραμμα 21: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμών ακινήτων στο έτος	121
Διάγραμμα 22: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμών ακινήτων στην 5-ετία.....	122



Διάγραμμα 23: Προοπτικές πώλησης ακινήτων ως επενδυτική κίνηση.....	123
Διάγραμμα 24: Ρυθμός Αύξησης Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης	126
Διάγραμμα 25: Επίπεδο Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης στην Ευρώπη	127



ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1: Σχέση κινδύνου - απόδοσης εναλλακτικών μορφών επένδυσης.....	32
Πίνακας 2: Συσχέτιση αποδόσεων REITs με μετοχές και ομόλογα.	34
Πίνακας 3: Συσχέτιση Μεταξύ Ομολόγων, Μετοχών & Real Estate:1978-2003	35
Πίνακας 4: Αναλυτικά οι αποδόσεις ανά περιοχή.....	74
Πίνακας 5: Η δομή των REITs ανά χώρα.....	77
Πίνακας 6 : Τα 10 μεγαλύτερα Ευρωπαϊκά REITs	83
Πίνακας 7: Συγκριτικό πλαίσιο λειτουργίας των REITs στις χώρες εκτός Ευρώπης	86
Πίνακας 8: Συγκριτικό πλαίσιο λειτουργίας των REITs στις χώρες της Ευρώπης.....	88
Πίνακας 9: Εισηγμένες εταιρείες real estate ως ποσοστό της συνολικής προσφοράς ακινήτων και της κεφαλαιοποίησης των χρηματιστηρίων	90



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διατριβή με τίτλο «**Ο θεσμός και η απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επενδύσεων Ακινήτων (REITs) : Η Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία**», πραγματεύεται το θεσμό της συλλογικής επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, ο οποίος εισήχθη πρόσφατα και βρίσκεται σε «νηπιακά» στάδια ανάπτυξης στη χώρα μας. Στόχος της εργασίας είναι να παρουσιαστούν όλες οι πτυχές των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία παγκοσμίως, με έμφαση στην Ελλάδα, να εξεταστούν οι αποδόσεις των REITs και να διατυπωθεί μία εκτίμηση για τις προοπτικές τους σε παγκόσμιο και κυρίως σε διεθνές επίπεδο.

Η μελέτη εισαγάγει αρχικά τον αναγνώστη στις βασικές αρχές που διέπουν την ακίνητη περιουσία και κατ' επέκταση τη χρηματοοικονομική ακινήτων. Γίνεται αναφορά στους στόχους και τους κινδύνους της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, καθώς και στα πρώτα βήματα ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής ακινήτων.

Στη συνέχεια πραγματοποιείται η πρώτη γνωριμία με τον θεσμό των REITs, όπως αυτός αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ. Παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά τους, τα είδη που υπάρχουν σήμερα στην αγορά, ενώ γίνεται μία σύγκριση με τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης, όσον αφορά στον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.

Έπειτα γίνεται μια πλήρης καταγραφή της ιστορίας των REITs, η οποία είναι άμεσα συνδεδεμένη με τους κύκλους της αγοράς των ακινήτων. Πραγματοποιείται μία εκτενής παρουσίαση της πορείας των τιμών της ακίνητης περιουσίας διεθνώς και της ιστορίας των REITs από το 1960 έως σήμερα.

Παρουσιάζονται οι ευκαιρίες και οι κίνδυνοι της επένδυσης σε REITs, καθώς και τα βασικά ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια που πρέπει να εξετάζουν οι επενδυτές



κατά τη διαδικασία επιλογής τους. Επίσης, γίνεται αναφορά στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των REITs. Το μέρος αυτό ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των επιδόσεων των REITs την τελευταία 5ετία, καθώς και των προοπτικών τους στις μεγαλύτερες αγορές της υφηλίου.

Ακολουθεί η ελληνική εκδοχή των REITs, ήτοι οι Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ). Γίνεται αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις εν λόγω εταιρείες, ενώ παρουσιάζεται και μια έρευνα για τις προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων.

Στη συνέχεια γίνεται μία ανάλυση για τις προοπτικές των ΑΕΕΑΠ στην ελληνική αγορά. Πραγματοποιείται μία αναφορά στο μέγεθος των κινδύνων που ενέχει η επένδυση σε ΑΕΕΑΠ. Τέλος, εξάγονται τα βασικότερα συμπεράσματα για την πορεία του νέου θεσμού στη χώρα μας.

Η μελέτη ολοκληρώνεται με μια επισταμένη επισκόπηση της ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας - αρθρογραφίας γύρω από τον θεσμό και τις αποδόσεις των REITs, καθώς και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ





1.1 Η ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Η ακίνητη περιουσία αποτελεί μία διαχρονική αξία στη σκέψη των περισσότερων ανθρώπων ανεξαρτήτως ηλικίας, περιουσιακής κατάστασης και γεωγραφικής τοποθέτησης. Αποτελεί για όλους κάτι σίγουρο, σταθερό, χειροπιαστό, μια απτή ιδιοκτησία.

Συγκεκριμένα:

Με τον όρο ακίνητη περιουσία (real estate) εννοούμε ένα κομμάτι γης και κάθε φυσική ιδιοκτησία που σχετίζεται με αυτή, όπως φράχτες, κατοικίες, διαμόρφωση χώρου και όλα τα δικαιώματα στον «αέρα» και στη γη των προαναφερθέντων (Alexander Baring, British Banker).

Η εμπιστοσύνη, η αξιοπιστία, αλλά και οι προοπτικές που ενέχει ο θεσμός αυτός προσέλκυσε το ενδιαφέρον αρκετών κλάδων, όπως αυτός των οικονομικών και των χρηματοοικονομικών. Με επίκεντρο τις ΗΠΑ, όπου έχει εξαπλωθεί ιδιαίτερα το real estate, η χρηματοοικονομική επί ακινήτων έχει αναπτυχθεί σε μεγάλο βαθμό και πλέον πραγματοποιούνται πάμπολλες επιστημονικές μελέτες και υπάρχουν όχι μόνο ειδικά πανεπιστημιακά μαθήματα, αλλά και ολόκληρα μεταπτυχιακά προγράμματα που ασχολούνται με το αντικείμενο.

Επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον μας στη χρηματοοικονομική ακινήτων (real estate finance) διαπιστώνουμε ότι κινείται σε δύο βασικούς άξονες:

Α) ΔΑΝΕΙΑ – ΥΠΟΘΗΚΕΣ: Τα τελευταία χρόνια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αναπτύξει ιδιαίτερα την τυποποίηση και πώληση δανείων που βασίζονται σε χρεόγραφα (securitization), δημιουργώντας συνεχώς νέες μορφές στεγαστικών δανείων και δίνοντας δυνατότητες ακόμα και σε χαμηλούς εισοδηματίες να πάρουν δάνειο προκειμένου να αποκτήσουν ιδιόκτητη στέγη. Στην προκειμένη περίπτωση, διάφοροι κρατικοί ή ιδιωτικοί οργανισμοί (GNMA,



FNMA) αγοράζουν τα πακέτα δανείων από τις τράπεζες και με συγκεκριμένες προϋποθέσεις τα διαθέτουν σε ιδιώτες.

Β) ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ: Οι επενδύσεις επί ακίνητης περιουσίας τα τελευταία χρόνια παρουσιάζουν ιδιαίτερη άνθηση και προσελκύουν το ενδιαφέρον των επενδυτών. Κυριότερος λόγος είναι η εξασφάλιση της αξίας των επενδύσεων σε μακροχρόνιο ορίζοντα ανεξαρτήτως των διακυμάνσεων του πληθωρισμού. Για παράδειγμα εάν ο πληθωρισμός είναι κατά μέσο όρο 5% για τα επόμενα 30 χρόνια, η αγοραστική αξία ενός εκατομμυρίου δολαρίων θα είναι μόλις 231.337 δολάρια. Αυτό ακριβώς το κενό καλύπτει η επένδυση στην ακίνητη περιουσία.



1.2 ΕΠΕΝΔΥΟΝΤΑΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

1.2.1 Στόχοι

Οι **επενδυτικοί στόχοι** από την απόκτηση ακινήτων όπως προκύπτουν από έκθεση της *National Association of Real Estate Investment Trusts (2005)*, συνοψίζονται στα εξής:

- **Αύξηση του τρέχοντος ή του μελλοντικού εισοδήματος (ή και των δύο).** Τα ακίνητα παράγουν εισόδημα (ενοίκια), τα οποία προσδοκά ο ιδιοκτήτης ενός ακινήτου. Το μελλοντικό εισόδημα μπορεί να προορίζεται για προσωπική κατανάλωση στο μέλλον ή για τις μελλοντικές γενιές.

Η επιδίωξη τρέχοντος εισοδήματος μπορεί να επιτευχθεί με την επένδυση σε ακίνητα με αποδόσεις που έχουν σταθεροποιηθεί και είναι στο επίπεδο της αγοράς. Από την άλλη, η επιδίωξη μελλοντικού εισοδήματος μπορεί να επιτευχθεί με την επένδυση σε ακίνητα με ενοίκια χαμηλότερα από τα επικρατούντα στην αγορά ή σε οικόπεδα ή σε υπέργειους χώρους στάθμευσης ή σε νέες κατασκευές (development projects).

- **Αύξηση αξίας (υπεραξία).** Ο επενδυτής στοχεύει στη δημιουργία υπεραξιών που θα προέλθουν από την αύξηση της τιμής του ακινήτου και την πώλησή του για την κατοχύρωση των κερδών.

Σε γενικές γραμμές οι πηγές των αποδόσεων της ακίνητης περιουσίας είναι οι εξής:

- **Χρηματικές εισροές (Cash Flow):** Προέρχονται από τα μισθώματα μείον τις λειτουργικές δαπάνες και την εξυπηρέτηση του χρέους.



- **Φορολογικές απαλλαγές** (Tax Shields): Απαλλαγή των πληρωμών των τόκων ή κρατικές επιδοτήσεις.

- **Δημιουργία ιδίων κεφαλαίων** (Equity Buildup) από την πληρωμή των χρεολυσίων, δηλαδή δημιουργία κεφαλαίου με παρακρατήσεις από τα κέρδη κάθε οικονομικής χρήσης, για την απόσβεση ή την ανανέωση στοιχείων του παγίου ενεργητικού.

- **Δημιουργία υπεραξίας** (Equity Gains) από την αύξηση της τιμής του ακινήτου.

Από τη σκοπιά του χρόνου πραγματοποίησης, μπορούμε να συγχωνεύσουμε τους προηγούμενους 4 τύπους αποδόσεων, στους εξής:

- **Χρηματικές εισροές (μετά φόρων)**. Εάν στις προ φόρων εισροές προστεθούν οι φορολογικές απαλλαγές και αφαιρεθούν οι πληρωτέοι φόροι, το σύνολο μπορεί να θεωρηθεί ως μία τελική πηγή εσόδων από το ακίνητο.

- **Υπόλοιπες εισροές (μετά φόρων)**. Η υπεραξία και τα πληρωθέντα χρεολύσια (equity buildup) ως άθροισμα, αποτελούν την προ φόρων είσπραξη κατά την πώληση του ακινήτου.

1.2.2 Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα

Οι επενδύσεις σε ακίνητα προσφέρουν ένα αποδεκτό μίγμα απόδοσης– κινδύνου. Σύμφωνα με τον *Richard Imperiale (2006)*, υπάρχουν πέντε (5) είδη κινδύνων από την επένδυση σε ακίνητη περιουσία:

1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ: Προέρχεται από τις αλλαγές στη ζήτηση ή προσφορά ακινήτων. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί.



2. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ – ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΟΣ: Πηγάζει από τις αποφάσεις που αφορούν την ανάπτυξη, λειτουργία, αναχρηματοδότηση ή πώληση του ακινήτου. Η αντιμετώπισή του επιτυγχάνεται με τη βελτίωση της διαχείρισης. Σε μερικές όμως περιπτώσεις (πχ. μακροχρόνιες μισθώσεις) απαιτείται χρόνος.

3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ: Εξαρτάται από το βαθμό της μόχλευσης και είναι απολύτως διαχειρίσιμος.

4. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ: Αφορά στην αδυναμία γρήγορης ρευστοποίησης του ακινήτου.

5. ΠΟΛΙΤΙΚΟΣ: Νέοι νόμοι, κανόνες, ρυθμίσεις που αφορούν την ακίνητη περιουσία και οι οποίοι δεν είναι προβλέψιμοι.

Οι κίνδυνοι που δεν είναι δυνατόν να μετακυλιστούν, τιμολογούνται. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής πρέπει να προσδιορίσει πόση πρόσθετη απόδοση απαιτείται για να αναληφθεί ο επιπλέον κίνδυνος. Αυτή η πρόσθετη απόδοση ονομάζεται *“risk premium”*.



1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Ο θεσμός της ακίνητης περιουσίας έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στις ΗΠΑ και στις αρχές της δεκαετίας του '90 συνέβησαν ορισμένες σημαντικές μεταβολές:

- Ο δανεισμός από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,
- Οι ξένες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και το αυξημένο ποσοστό αγοράς κατοικίας, παρουσίασαν σημαντική ύφεση.

Επιπλέον, οι αποθαρρυντικές φορολογικές αλλαγές του 1986, αλλά και η κάμψη της αισιοδοξίας για την ανάπτυξη της οικονομίας, οδήγησαν σε δραματική μείωση της ζήτησης για ακίνητη περιουσία, ενώ ταυτόχρονα παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των χαρτοφυλακίων προβληματικών δανείων.

Έτσι λοιπόν, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στο real estate συρρικνώθηκαν, ανάλογα και με τη ρευστότητα που είχαν, και όσες έμειναν αναζήτησαν τρόπους να βγουν από το αδιέξοδο. Οι αρκετά χαμηλές τιμές προσέλκυσαν ευκαιριακούς επενδυτές και τότε παρατηρήθηκε η μεγάλη ανάπτυξη των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με επικεφαλής τα REITs (Real Estate Investment Trusts) και τα CMBSs (Commercial Mortgage Backed Securities).

Αξίζει να σημειωθεί ότι η αγορά των REITs από 8,7 δις δολάρια κεφαλαιοποίηση στο τέλος του 1990, έφτασε τα 155 δις δολάρια στα τέλη του 1998, ενώ τα αντίστοιχα νούμερα για τα CMBSs είναι από 6,5 δις δολάρια στα 65 δις δολάρια.

Τα τελευταία χρόνια υπάρχει μία ιδιαίτερη κινητικότητα στο χώρο των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας, και σε αυτό συμβάλλουν ιδιαίτερα τα ασφαλιστικά ταμεία που τοποθετούν ένα σημαντικό κομμάτι των διαθεσίμων τους σε αυτής της μορφής επένδυση. Πλέον, η σύγχρονη τάση στο real estate finance κάνει επιτακτική την ανάγκη να ακολουθήσει τις υπόλοιπες μορφές επενδύσεων.



Δηλαδή απαιτεί τον κατακερματισμό της αγοράς σε πολλά μικρότερα τμήματα και την ανάπτυξη προϊόντων που να βασίζονται σε συμφωνίες leasing, σε επενδύσεις αξιοποίησης ευκαιριών και σε joint ventures.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗΣ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

REITs





2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ REITs

Στο εξωτερικό και κυρίως στις ΗΠΑ, η πιο διαδεδομένη μορφή επένδυσης επί ακίνητης περιουσίας είναι τα τελευταία χρόνια τα Real Estate Investment Trusts (REITs).

Το REIT είναι μια εταιρεία που κατέχει, διαχειρίζεται και /ή υπενοικιάζει εμπορικά ακίνητα και μπορεί να επενδύει σε χρεόγραφα επί ακίνητης περιουσίας, όπως χρεόγραφα επί υποθηκών (mortgage – backed securities) και ολόκληρα δάνεια.

Σύμφωνα με τον κ.Αριστοτέλη Καρυτινό, Αναπληρωτή Γενικό Διευθυντή της EFG Eurobank Ergasias A.E. και επικεφαλή του Real Estate του Ομίλου:

«τα REITs μπορούν να περιγραφούν ως εταιρείες κλειστού τύπου (closed ended), σε αντιδιαστολή με τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων που είναι ανοικτού τύπου (open ended). Αυτές οι εταιρείες κλειστού τύπου είναι συνήθως εισηγμένες, επενδύουν σε ακίνητα, διέπονται από ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς (tax transparent) και διανέμουν το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους στους μετόχους τους».

Τα REITs αποτελούν έναν αποτελεσματικό τρόπο επένδυσης σε εμπορικές εταιρείες και σε εταιρείες ακινήτων. Ως επένδυση, τα REITs συνδυάζουν τα καλύτερα χαρακτηριστικά των ακινήτων και των μετοχών, εξασφαλίζοντας στους επενδυτές ένα πρακτικό και αποτελεσματικό τρόπο να συμπεριλάβουν επαγγελματικά διαχειριζόμενη ακίνητη περιουσία σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων.

Το REIT, όπως προαναφέρθηκε στον ορισμό του, αποτελεί μια εταιρεία που αγοράζει, αναπτύσσει, διαχειρίζεται και πουλάει στοιχεία ακίνητης περιουσίας. Με αυτόν τον τρόπο επιτρέπει στους μετόχους του να επενδύσουν σε ένα



επαγγελματικά διαχειριζόμενο χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία ακινήτων.

Τα REITs, ως εταιρείες των οποίων η κύρια λειτουργία είναι να μεταφέρουν κέρδη στους επενδυτές, έχουν πολλά πλεονεκτήματα. Ένα από αυτά είναι η ρευστότητά τους (ευκολία ρευστοποίησης στοιχείων σε μετρητά) σε σύγκριση με παραδοσιακές ιδιωτικές ακίνητες περιουσίες. Ο λόγος είναι ότι οι μετοχές των REITs διακινούνται σε μεγάλα χρηματιστήρια, γεγονός που καθιστά ευκολότερη την αγοραπωλησία τους, σε σχέση με την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων σε ιδιωτικές αγορές.

Η επένδυση μέσω των κεφαλαιαγορών σε REITs προσφέρει στους επενδυτές ένα μερίδιο από τα εισοδήματα και τα κεφαλαιακά κέρδη του χαρτοφυλακίου ακινήτων του. Δηλαδή οι επενδυτές αποκτούν όλα τα πλεονεκτήματα της ιδιοκτησίας ακίνητης περιουσίας, χωρίς να απασχολούνται με τη διαχείρισή της. Έτσι, υπάρχει πλεονέκτημα ως προς την ευκολία ρευστοποίησης σε σχέση με την άμεση επένδυση σε ακίνητα, αλλά και το μειονέκτημα ότι εκχωρείται η διαχείριση των ακινήτων στη διοίκηση του REITs.

Βέβαια, υπάρχει έλεγχος της διοίκησης των REITs από ανεξάρτητες αρχές και θεσμούς, όπως είναι οι ανεξάρτητοι διευθυντές τους και οι ανεξάρτητοι ελεγκτές λογιστές.



2.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η *National Association of Real Estate Investment Trusts* σε έκθεση με τίτλο “*The REITs Story*”, κάνει μια ιστορική αναδρομή για τα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο. Αναφέρει ότι το Κογκρέσο δημιούργησε τα REITs το 1960 για να δώσει την δυνατότητα στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν σε εμπορικά ακίνητα που παράγουν υψηλά εισοδήματα. Αποφάσισε ότι ο μόνος τρόπος για το μέσο επενδυτή να επενδύσει σημαντικά ποσά ήταν μέσω διακανονισμών για συνένωση κεφαλαίων. Έτσι, το Κογκρέσο δημιούργησε τα REITs για να ενώσει το κεφάλαιο πολλών σε μία μοναδική οικονομική επιχείρηση.

Τα REITs είχαν πολύ περιορισμένο ρόλο στην αγορά ακινήτων για περισσότερο από 30 χρόνια. Αρχικά ήταν περιορισμένα γιατί μπορούσαν μόνο να έχουν στην ιδιοκτησία τους ακίνητα και όχι να τα διαχειρίζονται. Ωστόσο από το 1992 η αγορά τους αναπτύχθηκε σημαντικά.

Η ιστορία των REITs είναι μια οικονομική επιτυχία. Τα REITs υλοποιούν ακριβώς όσα το Κογκρέσο επιθυμούσε όταν τα δημιούργησε το 1960. Έχουν κάνει την πρόσβαση σε εμπορικά ακίνητα παραγωγής εισοδήματος μια πραγματικότητα για τους επενδυτές. Και η ρευστότητά τους δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές που ανήκουν σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Για περισσότερο από 25 χρόνια, η ανάπτυξη των REITs συναντούσε εμπόδια, λόγω της φορολογικής νομοθεσίας, καθώς με απευθείας αγορά ακινήτου οι ιδιοκτήτες είχαν τη δυνατότητα να αφαιρέσουν από το εισόδημά τους αποσβέσεις και τόκους, με αποτέλεσμα να μειώνεται πολύ το φορολογητέο εισόδημα. Αντιθέτως η νομοθεσία απαγόρευε στα REITs να διοχετεύσουν τις απαλλαγές αυτές στους επενδυτές.



Από τότε και μέχρι σήμερα, με τις αλλαγές που έχουν πραγματοποιηθεί στη φορολογική νομοθεσία των διαφόρων κρατών και με τις γενικότερες εξελίξεις στην παγκόσμια αγορά ακινήτων, η «βιομηχανία» των REITs έχει αναπτυχθεί δραματικά όσον αφορά στο μέγεθος και τη σημασία της, κυρίως την τελευταία δεκαετία.



2.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Για να κατηγοριοποιηθεί μία εταιρεία ως REIT σύμφωνα με τη νομοθεσία των Η.Π.Α. διέπει τις επενδύσεις ακίνητης περιουσίας, θα πρέπει να ισχύουν τα ακόλουθα:

- Να είναι μία νομική οντότητα που θα φορολογείται ως ανώνυμη εταιρεία.
- Να διαχειρίζεται από ένα διοικητικό συμβούλιο.
- Να έχει μετοχές πλήρως μεταβιβάσιμες.
- Να αποτελείται από τουλάχιστον 100 μετόχους.
- Δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από το 50% των μετοχών της πέντε ή λιγότερα άτομα κατά τη διάρκεια του τελευταίου εξαμήνου του οικονομικού έτους.
- Να επενδύει τουλάχιστον το 75% του συνολικού ενεργητικού σε περιουσιακά στοιχεία ακινήτων.
- Να παράγει τουλάχιστον 75% του ακαθάριστου εισοδήματός της από τα ενοίκια των ακινήτων ή από τόκους υποθηκών επί ακίνητης περιουσίας.
- Μέχρι 20% του ενεργητικού της να αποτελείται από μετοχές φορολογούμενων θυγατρικών κάποιας REIT.
- Να καταβάλλει ως μέρισμα τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός της στους μετόχους.



Η πλειοψηφία των μετοχών των REITs μπορούν να αγοραστούν στα μεγάλα χρηματιστήρια και οι εντολές αγοράς πραγματοποιούνται μέσω των χρηματομεσιτών (brokers).

Μέτοχοι των REITs είναι τόσο μικροεπενδυτές, όσο και μεγάλα θεσμικά χαρτοφυλάκια, στα οποία συμπεριλαμβάνονται συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, μονοπωλιακά καταστήματα τραπεζών και αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτικοί στόχοι στην περίπτωση των REITs δεν διαφέρουν σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές. Δηλαδή, υπάρχει η προσδοκία πρώτον για μερισματική απόδοση και δεύτερον για μακροχρόνια καταγραφή κεφαλαιακών κερδών.

Για την πληροφόρηση του επενδυτή, τα REITs εκδίδουν μια ετήσια έκθεση, καθώς και ενημερωτικά φυλλάδια.



2.4 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ REITs

Η βιομηχανία των REITs έχει ένα διαφοροποιημένο προϊόν που προσφέρει ελαστικές ευκαιρίες στους επενδυτές. Η κατηγοριοποίηση των REITs γίνεται με βάση την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική, τη γεωγραφική περιοχή και το είδος των ακινήτων σύμφωνα με τον *John A. Mullaney (1998)* και όπως προκύπτει από έκθεση της *National Association of Real Estate Investment Trusts*, με τίτλο *“The Investor’s Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs)”*, (2003).

2.4.1 Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική

Οι ειδικοί αναλυτές συχνά κατηγοριοποιούν τα REITs σε μια από τις τρεις επενδυτικές προσεγγίσεις, με βάση την πολιτική διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Συγκεκριμένα:

- **Μετοχικά REITs - Equity REITs**

Τα μετοχικά REITs έχουν στην ιδιοκτησία τους και χειρίζονται εισόδημα που παράγεται από τα ακίνητα. Οι πρόσοδοί τους προέρχονται πρωταρχικά από τα ενοίκια των ιδιοκτησιών που κατέχουν. Τα μετοχικά REITs εξελίσσονται όλο και περισσότερο σε εταιρείες ακινήτων που υιοθετούν ένα μεγάλο εύρος δραστηριοτήτων, όπως είναι το leasing, η ανάπτυξη της ιδιοκτησίας και οι υπηρεσίες που αφορούν την ενοικίαση.

Η μεγάλη διαφορά μεταξύ των REITs και άλλων εταιρειών ακινήτων είναι ότι το REIT πρέπει να αποκτά, να αναπτύσσει τις ιδιοκτησίες του και να τις χειρίζεται σαν μέρος του δικού του χαρτοφυλακίου και όχι να προχωρεί σε μεταπώληση των ακινήτων όταν αυτά αναπτυχθούν κατάλληλα.

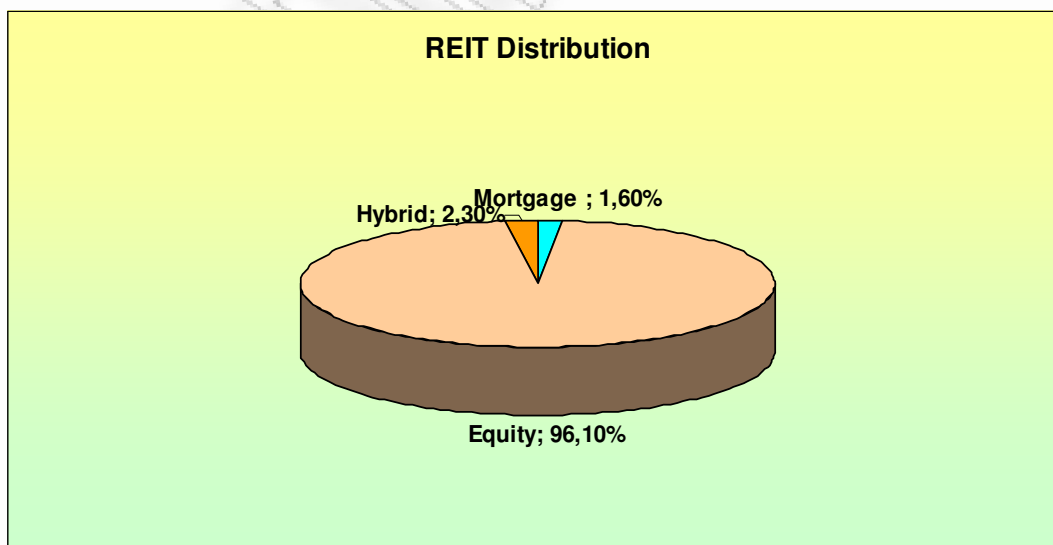
- **Ενυπόθηκα REITs - Mortgage REITs**

Τα ενυπόθηκα REITs ασχολούνται με την επένδυση και την κατοχή ενυπόθηκων ιδιοκτησιών. Συγκεκριμένα, δανείζουν χρήματα απευθείας στους ιδιοκτήτες ακινήτων και στους επιχειρηματίες ή αυξάνουν το όριο της πίστωσης έμμεσα μέσω της απόκτησης δανείων ή ενυπόθηκων χρεογράφων. Τα σύγχρονα ενυπόθηκα REITs γενικά παρατείνουν την πίστωση μόνο σε υπάρχουσες ιδιοκτησίες. Οι πρόσοδοί τους παράγονται πρωτίστως από τον τόκο που κερδίζουν στα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον επιτοκιακό κίνδυνο με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες.

- **Παράγωγα REITs - Hybrid REITs**

Τα παράγωγα REITs συνδυάζουν τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο άλλων κατηγοριών με το να κατέχουν ιδιοκτησίες και να παρέχουν δάνεια σε ιδιοκτήτες ακινήτων και σε επιχειρηματίες. Η κατηγοριοποίηση των REITs που υπάρχουν σήμερα στην παγκόσμια αγορά με βάση την επενδυτική τους πολιτική έχει ως εξής:

Διάγραμμα 1: Η κατανομή των REITs με βάση την επενδυτική πολιτική
[National Association of Real Estate Investment Trusts 30/03/2001](#)





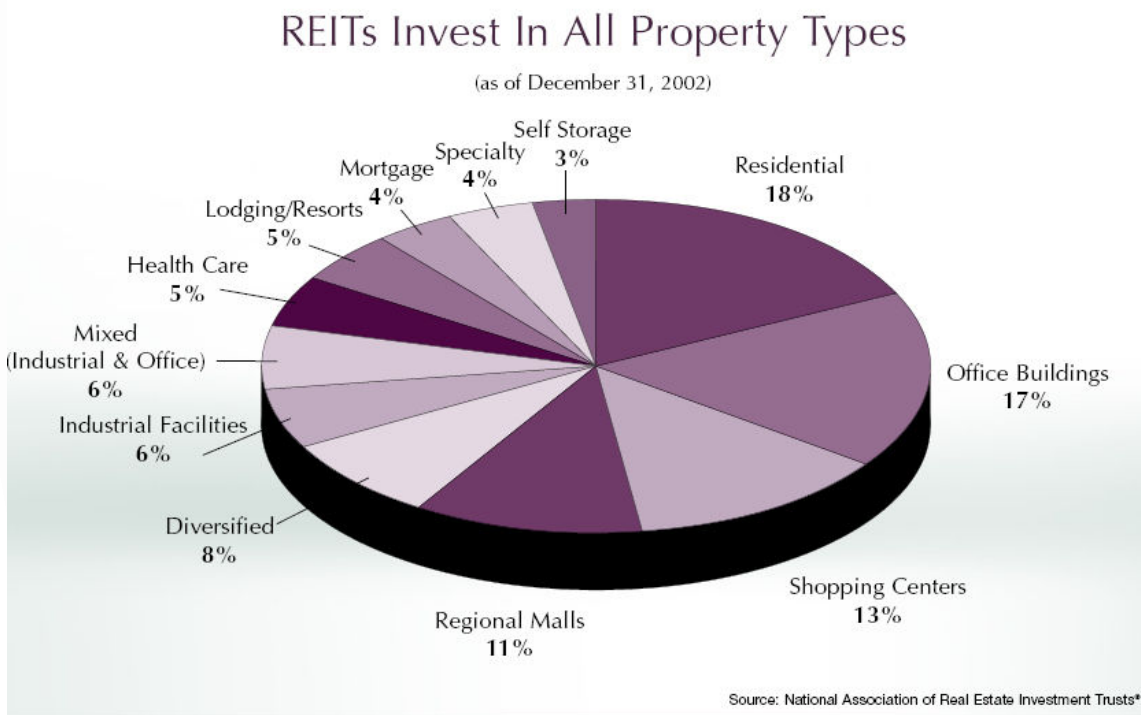
2.4.2 Κατηγοριοποίηση με βάση τη γεωγραφική κατανομή

Μερικά REITs επενδύουν σε όλη τη χώρα ή σε συγκεκριμένες άλλες χώρες. Αλλά εξειδικεύονται σε μια περιοχή της χώρας, ή ακόμη και σε μια μητροπολιτική περιοχή.

2.4.3 Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας

Μερικά REITs επενδύουν σε μια ποικιλία από περιουσιακά είδη, όπως είναι τα εμπορικά κέντρα, τα διαμερίσματα, οι αποθήκες, τα γραφεία, τα ξενοδοχεία, τα ακίνητα υγείας, οι προκατασκευασμένες κατοικίες, οι βιομηχανικές περιοχές. Διαγραμματικά, η κατηγοριοποίηση των REIT που υπάρχουν σήμερα στην παγκόσμια αγορά, με βάση το είδος της ιδιοκτησίας τους, είναι η εξής:

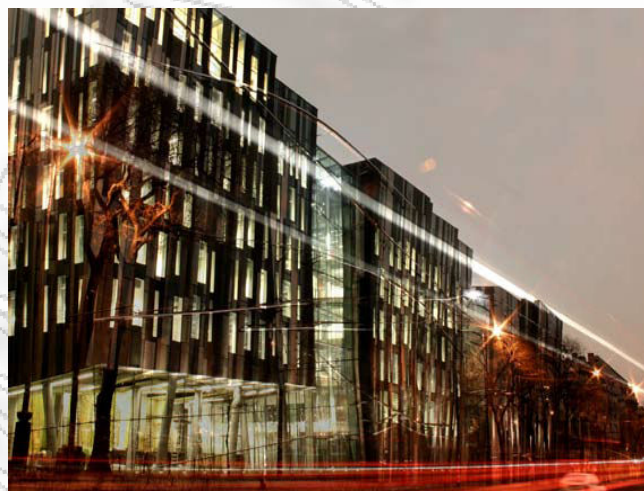
Διάγραμμα 2: Η κατανομή των REITs με βάση τον τύπο ιδιοκτησίας
National Association of Real Estate Investment Trusts (2003)





ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΤΑ REITs ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΑΛΛΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ





3.1 ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Τα αποτελέσματα της επένδυσης σε REITs εξαρτώνται άμεσα από την πορεία της αγοράς ακινήτων, διότι το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων τους είναι επενδεδυμένα σε ακίνητη περιουσία. Έτσι, τόσο η αναμενόμενη απόδοση όσο και ο κίνδυνος της επένδυσης είναι άμεσα συνδεδεμένος με την κτηματαγορά.

Στον Πίνακα 1 (*National Association of Real Estate Investment Trusts*) φαίνεται η σχέση κινδύνου και απόδοσης μεταξύ των ακινήτων, των ομολόγων και των μετοχών.

Πίνακας 1. Σχέση κινδύνου - απόδοσης εναλλακτικών μορφών επένδυσης

ΚΙΝΔΥΝΟΣ / ΑΠΟΔΟΣΗ	ΟΜΟΛΟΓΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΑΚΙΝΗΤΑ
ΚΙΝΔΥΝΟΣ	+	+++	+
ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	+++	+	++
ΥΠΕΡΑΞΙΑ	+	+++	++
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	++	+++	++
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	+	++	+++

Πηγή: NAREIT

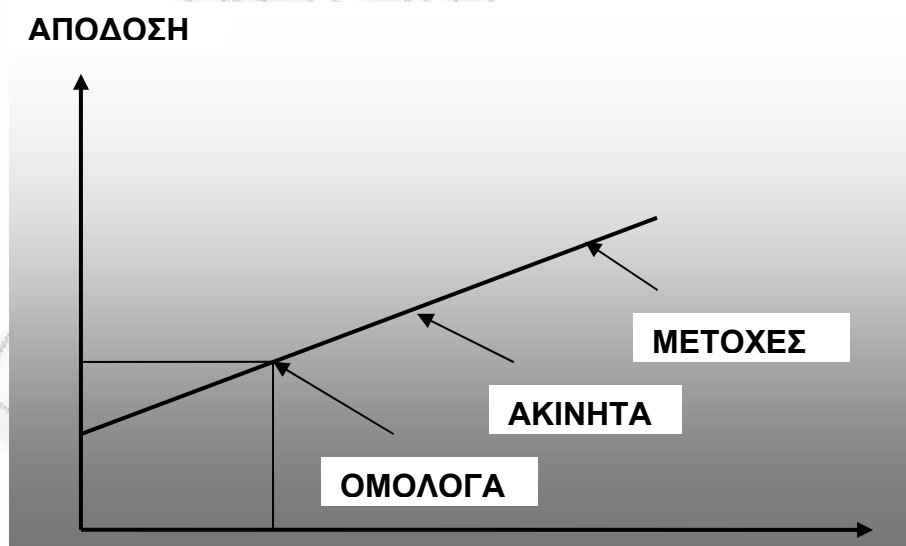
Όσον αφορά στον κίνδυνο, η επένδυση σε ακίνητα ενέχει το ίδιο ρίσκο με τα ομόλογα, αλλά μικρότερο σε σχέση με τις μετοχές. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η επένδυση σε REITs είναι πιο επικίνδυνη σε σχέση με τα ομόλογα, διότι τα πρώτα διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια και ως εκ τούτου ενδέχεται να



επηρεαστούν από το γενικό κλίμα των κεφαλαιαγορών. Ωστόσο, όπως θα δούμε παρακάτω, υπάρχει χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχικών αγορών και των REITs.

Σχετικά με την τρέχουσα απόδοση, δηλαδή την απόδοση μιας περιόδου που προκύπτει από τα εισοδήματα που παράγει η κάθε μορφή επένδυσης, την πρώτη θέση καταλαμβάνουν τα ομόλογα (κουπόνι / τιμή) και ακολουθούν τα ακίνητα (εισόδημα / τιμή) και οι μετοχές (μέρισμα / τιμή). Την υψηλότερη δυνατή υπεραξία, εμφανίζουν οι μετοχές και ακολουθούν τα ακίνητα και τα ομόλογα. Και στη συνολική απόδοση (τρέχον εισόδημα + κεφαλαιακά κέρδη), στην πρώτη θέση βρίσκονται και σε αυτήν την περίπτωση οι μετοχικές αγορές, ενώ ομόλογα και ακίνητα κατηγοριοποιούνται στην ίδια ακριβώς κλίμακα. Τέλος, στην πραγματική απόδοση (συνολική απόδοση μείον τον πληθωρισμό), η κατάσταση διαφοροποιείται, καθώς την πρώτη θέση καταλαμβάνουν τα ακίνητα και ακολουθούν διαδοχικά οι μετοχές και τα ομόλογα.

Διάγραμμα 3: Σχέση απόδοσης-κινδύνου διαφόρων επενδύσεων



Πηγή: NAREIT



3.2 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ REITs ΜΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΑ

Τα τελευταία τρία χρόνια υπάρχει χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των REITs, τόσο με τις μετοχές όσο και με τα ομόλογα. Αυτό προκύπτει από τη μελέτη που διενήργησε η *Citigroup*, χρησιμοποιώντας τα δεδομένα των αποδόσεων των REITs, των μετοχών και των ομολόγων της περιόδου (2002 – 2005).

Τα αποτελέσματα που εξήχθησαν φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2: Συσχέτιση αποδόσεων REITs με μετοχές και ομόλογα

	Global Real Estate	Europe Real Estate	North America Real Estate	Asia Real Estate	Global Equities	Europe Equities	North America Equities	Asia Equities	Global Bonds
Global Real Estate	1.00								
Europe Real Estate	0.75	1.00							
North America Real Estate	0.93	0.55	1.00						
Asia Real Estate	0.76	0.55	0.51	1.00					
Global Equities	0.63	0.64	0.49	0.56	1.00				
Europe Equities	0.64	0.69	0.39	0.44	0.94	1.00			
North America Equities	0.49	0.39	0.49	0.44	0.97	0.88	1.00		
Asia Equities	0.56	0.44	0.44	0.81	0.70	0.52	0.57	1.00	
Global Bonds	0.28	0.39	0.20	0.20	(0.11)	(0.06)	(0.17)	(0.04)	1.00

Source: ERPA/NAREIT and Citigroup Investment Research, as of December 31, 2005.

Όπως προκύπτει από αυτά, οι αποδόσεις των REITs στις ΗΠΑ παρουσιάζουν χαμηλή συσχέτιση με τη χρηματιστηριακή της αγορά, η οποία ανέρχεται σε 0,49. Υψηλότερη είναι η αντίστοιχη συσχέτιση σε Ευρώπη και Ασία, η οποία φτάνει το 0,69 και 0,81. Ακόμα πιο χαμηλή είναι η συσχέτιση των αποδόσεων των REITs



σε όλες τις περιοχές του πλανήτη (ΗΠΑ, Ευρώπη, Ασία) σε σχέση με την παγκόσμια αγορά ομολόγων, η οποία κυμαίνεται από 0,20 έως 0,39.

Στον Πίνακα 3 που ακολουθεί παρουσιάζεται επίσης η συσχέτιση των αποδόσεων των REITs, με τις μετοχές και τα ομόλογα σε μία περίοδο 25 ετών (1978 – 2003). Από αυτόν τον πίνακα εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα REITs προσφέρουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης σε σχέση με άλλα επενδυτικά προϊόντα. Διαφοροποιούν τον κίνδυνο επειδή έχουν χαμηλή συσχέτιση με άλλες επενδυτικές επιλογές και, έτσι, μπορούν να προσφέρουν αξία στο συνολικό επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Παρατηρούμε ότι η συσχέτιση των REITs με τα ομόλογα ανέρχεται σε 0,33 και με τις μετοχές διεθνώς σε 0,29, γεγονός που επιβεβαιώνει τη δυνατότητα διαφοροποίησης που μπορούν να προσφέρουν σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Πίνακας 3: Συσχέτιση Μεταξύ Ομολόγων, Μετοχών & Real Estate: 1978-2003

Συσχέτιση Μεταξύ Ομολόγων, Μετοχών και Real Estate: 1978-2003

	Στοχιασθέντων	Ομόλογα	Διεθνείς Μετοχές	Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης	Μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης	REITs	Private Equity Real Estate Funds
Πληθωρισμός	1.00						
Ομόλογα	-0.33	1.00					
Διεθνείς Μετοχές	-0.08	0.15	1.00				
Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης Μετοχές	-0.05	0.27	0.62	1.00			
Μικρής Κεφαλαιοποίησης Μετοχές	0.10	0.12	0.42	0.67	1.00		
REITs	0.08	0.33	0.29	0.43	0.64	1.00	
Private Equity Real Estate Funds	0.51	-0.20	0.09	0.08	0.02	0.00	1.00

Πηγή: Παρουσίαση Michael Walton, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

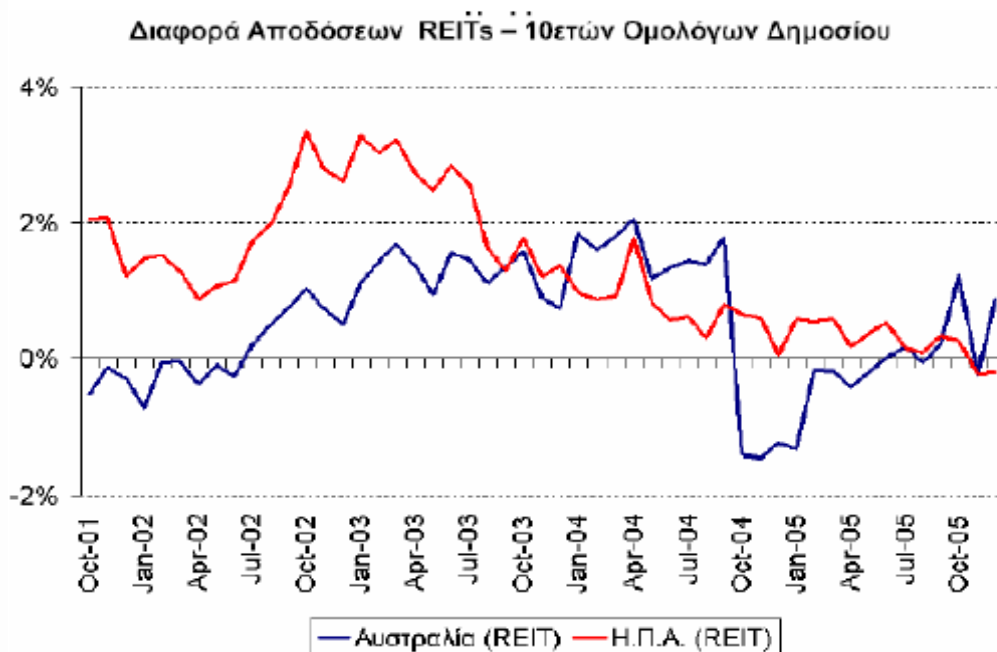


3.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ REITs ΜΕ ΟΜΟΛΟΓΑ

Η παρουσία των REITs είναι περισσότερο αισθητή στις Η.Π.Α. και την Αυστραλία, με αποδόσεις που ξεπερνούν εκείνες των 10-ετών κρατικών ομολόγων, όπως φαίνεται από το διάγραμμα 4.

Οι υψηλότερες αποδόσεις πρέπει να συγκριθούν και με τον υψηλότερο κίνδυνο, που φυσιολογικά διατρέχουν οι επενδυτές. Σύμφωνα με τον κ. Ian Marcus, η ανάπτυξη των REITs περιόρισε και τη διακύμανση στην αγορά ακινήτων, ενώ βοήθησε τον κατασκευαστικό κλάδο, δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες για επιχειρήσεις και ασφαλιστικούς φορείς και αύξησε τα φορολογικά έσοδα των δημοσιονομικών αρχών.

Διάγραμμα 4: Διαφορά Αποδόσεων REITs – 10ετών Ομολόγων Δημοσίου



Πηγή: Παρουσίαση Ian Marcus, Συνέδριο Real Estate-Eurobank EFG



3.4 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΩΝ REITs ΜΕ ΤΙΣ ΕΤΕΡΟΡΡΥΘΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Η αποδοχή των REITs αντιμετώπισε στην αρχή πολλές δυσκολίες εξαιτίας του στίγματος που είχαν προκαλέσει στην αγορά ακινήτων οι προβληματικές ετερόρρυθμες εταιρείες ακίνητης περιουσίας κατά τη δεκαετία του 1980. Τα προβλήματα έχουν σήμερα περιοριστεί σημαντικά λόγω των ακόλουθων αρχών και κανόνων που διέπουν τη δομή και τη λειτουργία των REITs (*National Association of Real Estate Investment Trusts*):

- Περιορισμένη κερδοσκοπική αξιοποίηση.
- Τα ακίνητα αποκτώνται, αναπτύσσονται και λειτουργούν με βάση την οικονομική πραγματικότητα (αυξάνονται οι ταμειακές ροές και όχι τα φορολογικά κίνητρα).
- Ρευστότητα και ακέραη αποτίμηση ενός κοινά διαπραγματεύσιμου χρηματιστηριακού τίτλου χωρίς να απαιτείται ελάχιστη επένδυση.
- Η διοίκηση του REIT συχνά κατέχει ένα σημαντικό ποσό σε τίτλους, άρα έχει κίνητρο για να αυξηθεί η απόδοση του REIT. Επομένως η διοίκηση του REIT και οι επενδυτές του έχουν κοινούς στόχους.
- Εταιρική διακυβέρνηση με τη μορφή διοικητικού συμβουλίου, το οποίο περιλαμβάνει ανεξάρτητους διευθυντές.
- Συστηματικός και ουσιαστικός έλεγχος από τις αρμόδιες αρχές.
- Σχετικά χαμηλός δανεισμός και συντηρητική αναλογία εξόδων.

Τα REITs έχουν αρκετές ομοιότητες με τις ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων, όπως είναι η χαμηλότερη φορολόγησή τους. Αλλά υπάρχουν σημαντικές οργανωτικές και λειτουργικές διαφορές μεταξύ των REITs και των ετερόρρυθμων εταιρειών.



Μια από τις βασικές διαφορές τους αποτελεί η ετήσια φορολογική ενημέρωση. Ο επενδυτής των REITs λαμβάνει μια παραδοσιακή δήλωση της εφορίας, στην οποία αναφέρεται το ποσό και ο τύπος του εισοδήματος που έλαβε κατά τη διάρκεια του έτους, ενώ ένας επενδυτής σε μια εταιρεία λαμβάνει το πολύπλοκο IRS Schedule.

Επίσης, ο επενδυτής του REIT πρέπει να υποβάλει μικρότερη φορολογική δήλωση από αυτή που απαιτείται για μια επένδυση σε εταιρεία. Οι ετερόρρυθμες εταιρείες δεν υποχρεούνται από κάποια αρχή να διανέμουν τα κέρδη τους στους εταίρους. Εάν επιθυμούν, μπορούν να παρακρατήσουν τα κέρδη για επανεπένδυση ή για άλλους σκοπούς.

Η εποπτεία και τα χαρακτηριστικά της διοίκησης του REIT θεωρούνται ανώτερα από τα αντίστοιχα μιας ετερόρρυθμης εταιρείας. Οι επενδυτές της ετερόρρυθμης εταιρείας δεν έχουν εγγυήσεις, που οι επενδυτές ενός REIT απολαμβάνουν. Η έλλειψη αυστηρών κανόνων ελέγχου, όσον αφορά τον τρόπο που οργανώνονται και διενεργούν τις επαγγελματικές τους δραστηριότητες οι ετερόρρυθμες εταιρείες, από τη μια τις καθιστά πιο ευέλικτες από ένα REIT και από την άλλη μειώνει τη ρευστότητά τους. Συγκεκριμένα, η έλλειψη θεσπισμένων απαιτήσεων σχετικά με ανεξάρτητη διοίκηση και την ελάχιστη διανομή των κερδών, αυξάνει τον κίνδυνο που προκύπτει από μια σύγκρουση συμφερόντων και έτσι μειώνει τη ρευστότητα.

Ακόμα, τα αμοιβαία κεφάλαια που εκδίδουν οι ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων είναι ανοικτού τύπου. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής μπορεί να απαιτήσει από την εταιρεία να εξαγοράσει το μερίδιό του όποια στιγμή αυτός επιθυμεί. Από την άλλη, τα REITs είναι κλειστού τύπου επένδυση, που σημαίνει ότι προκειμένου κάποιος να πουλήσει τις μετοχές του, θα πρέπει να εκδηλωθεί ενδιαφέρον αγοράς από άλλους επενδυτές. Το REIT δεν έχει την υποχρέωση να εξαγοράσει τον τίτλο.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ REITs





4.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Οι *Richard T. Garrigan και John F.C. Parsons (1998)* αναλύοντας τη φορολογική αντιμετώπιση της ακίνητης περιουσίας και των επενδύσεων σε αυτή, αναφέρουν ότι πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ το 1986, οι επενδύσεις στα ακίνητα αποτελούσαν ένα φορολογικό καταφύγιο για τους φορολογούμενους με υψηλό εισόδημα, διότι τα χρησιμοποιούσαν για να δημιουργούν απώλειες με στόχο την αντιστάθμιση του εισοδήματός τους από άλλες πηγές. Με το νόμο TRA 86, μειώθηκε το ποσό των απωλειών από τέτοιες δραστηριότητες που εκπίπτουν από το εισόδημα και προέρχονταν από παθητικές δραστηριότητες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων να μην θεωρούνται πλέον φορολογικά καταφύγια. Αυτές οι αλλαγές μετακίνησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών σε μια άλλη μορφή επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, τα REITs.

4.2 Η ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ REITs

Τα REITs υπάρχουν από τις αρχές της δεκαετίας του '60, αλλά η αστάθεια των επιτοκίων και μερικές επικίνδυνες επενδύσεις κράτησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών στις ετερόρρυθμες εταιρείες. Τα REITs με τον καιρό βελτιώθηκαν και μείωσαν τον κίνδυνο και έτσι έγιναν πιο ελκυστικά για το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Ακόμα, ο νόμος TAMRA 88 κατάργησε πολλούς από τους περιορισμούς σχετικά με τη δημιουργία και τη διατήρηση ενός REIT.

Τα REITs υποχρεώνονται από το νόμο να διαθέτουν κάθε χρόνο στους μετόχους τους τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους. Για αυτό το λόγο τα REITs συγκαταλέγονται στις εταιρείες που πληρώνουν τα μεγαλύτερα μερίσματα. Τα μερίσματα προέρχονται από τη σχετική σταθερή και προβλέψιμη



ροή συμβατικών ενοικίων, που πληρώνουν οι ένοικοι που μένουν στο ακίνητο του REIT.

Επειδή τα επιτόκια ενοικίου έχουν την τάση να αυξάνονται σε περιόδους έντονου πληθωρισμού, τα μερίσματα του REIT προστατεύονται από το μακροπρόθεσμο διαβρωτικό φαινόμενο της ανόδου των τιμών.

Για τα REITs η διανομή μερισμάτων για φορολογικούς σκοπούς επιμερίζεται ως κανονικό εισόδημα, κεφαλαιακά κέρδη και κεφαλαιακή απόδοση, καθένα από τα οποία ενδέχεται να φορολογηθεί με διαφορετικό συντελεστή. Τα REITs υποχρεώνονται να προμηθεύουν στις αρχές του έτους τους μετόχους τους με πληροφορίες, οι οποίες διευκρινίζουν πως τα μερίσματα του προηγούμενου έτους πρέπει να καταμεριστούν για φορολογικούς σκοπούς.

Αυτή η πληροφόρηση διανέμεται από κάθε εταιρεία στους εγγεγραμμένους της μετόχους. Η απόδοση της κεφαλαιακής διανομής ορίζεται ως το μέρος του μερίσματος που υπερβαίνει το φορολογητέο εισόδημα του REIT. Επειδή η απαξίωση των ακινήτων είναι ένα σημαντικό μη χρηματικό έξοδο, το οποίο πιθανόν μεγαλοποιεί την πτώση των περιουσιακών αξιών, χρησιμοποιείται η τιμή σε μέρισμα διαιρούμενη με το FFO (Funds From Operation - Έσοδα Λειτουργίας), ως το πιο κατάλληλο μέτρο για την ικανότητα ενός REIT να πληρώνει μέρισμα.

Η απόδοση της κεφαλαιακής διανομής δεν φορολογείται ως κανονικό εισόδημα. Αντί αυτού, η βάση κόστους του επενδυτή στη μετοχή μειώνεται με το ποσό της διανομής. Όταν οι μετοχές πωλούνται, το επιπλέον ποσό της τιμής των καθαρών πωλήσεων σε σχέση με τη μειωμένη φορολογική βάση αντιμετωπίζεται ως κεφαλαιακό κέρδος για φορολογικούς σκοπούς.

Για όσο καιρό ο τρέχων συντελεστής κεφαλαιακών κερδών είναι χαμηλότερος από τον οριακό κανονικό φορολογικό συντελεστή του επενδυτή, η υψηλή



απόδοση της κεφαλαιακής διανομής θα προσελκύει επενδυτές που ανήκουν σε υψηλές φορολογικές βαθμίδες.

Τα REITs δεν φορολογούνται για τα μερίσματα που διανέμουν, αρκεί να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις του φορολογικού κώδικα:

1. Τουλάχιστον 90% από το καθαρό φορολογητέο εισόδημα διανέμεται στους μεριδιούχους ως μέρισμα.
2. Τουλάχιστον το 75% από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται με ακίνητη περιουσία και
3. Τουλάχιστον το 75% του ακαθάριστου εισοδήματος προέρχεται από ενοίκια ακινήτων ή επιτόκιο υποθήκης.

Ως εταιρείες χρηματοδότησης, δεν υπόκεινται σε υψηλούς εταιρικούς ή κεφαλαιακούς φόρους.

Το REIT μπορεί να ισχυριστεί μειώσεις επιχειρηματικών εξόδων, όπως το επίδομα κεφαλαιακού κόστους (υποτίμηση για φορολογικούς σκοπούς) και λογικά ποσά διοικητικών αμοιβών και συγκεκριμένα κόστη. Αυτές οι μειώσεις περιορίζουν το φορολογητέο μέρος της διανομής μετρητών στους μετόχους.

Ένας έμμεσος φόρος της τάξεως του 4% του επιπλέον ποσού της απαιτούμενης διανομής σε σχέση με το ποσό που διανεμήθηκε το έτος, επιβάλλεται στα REITs που αποτυγχάνουν να διανέμουν το 85% του κανονικού εισοδήματος και το 90% του καθαρού εισοδήματος από κεφαλαιακό κέρδος στο τέλος του έτους. Αυτός ο φόρος επιβάλλεται για να «τιμωρήσει» τα REITs που μεταχειρίζονται το χρονικό διάστημα διανομής των μερισμάτων, για να καθυστερήσουν την αναγνώριση εισοδήματος από συγκεκριμένους μεριδιούχους.



4.3 Η ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ REITs

Ο μεριδιούχος μεταχειρίζεται τη διανομή μερίσματος του REIT ως κανονικό εισόδημα, εκτός εάν έχει ορισθεί ως κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα. Ένα κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα είναι ένα μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος για τον μεριδιούχο, ακόμα και εάν η πώληση των μεριδίων του REIT δεν οδηγεί σε μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος ή ζημιά. Ο καθορισμός του ποσοστού της διανομής που φορολογείται ως μέρισμα και του αντίστοιχου ποσοστού ως απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου, βασίζεται στα έσοδα και κέρδη του REIT και στο φορολογητέο εισόδημα. Εάν η διανομή μερίσματος στους μεριδιούχους του REIT υπερβαίνει τα κέρδη και έσοδά του, η διανομή θεωρείται ως απόδοση Κεφαλαίου. Τέτοιες διανομές είναι απαλλαγμένες από φόρο για τον μεριδιούχο και μειώνουν την προσαρμοσμένη βάση.

Φορολογούνται ως κεφαλαιακό κέρδος εάν υπερβαίνουν την προσαρμοσμένη βάση του μεριδιούχου. Οι απαλλασσόμενοι από φόρο οργανισμοί μπορούν έμμεσα να επενδύσουν σε ακίνητα μέσω των REITs χωρίς να υπόκεινται σε φόρο ασυσχέτιστου επιχειρηματικού φορολογητέου εισοδήματος. Οι διανομές από τα έσοδα και κέρδη του REIT θεωρούνται ως μερίσματα και έτσι δεν υπόκεινται στο φόρο.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ – ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΕ REITs





5.1 ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ REITs

Η αγορά συνήθως ανταμείβει εταιρείες που επιδεικνύουν συνεχή κέρδη και υψηλή μερισματική πολιτική. Για το λόγο αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να επιλέγουν REITs που έχουν όσο το δυνατόν περισσότερα από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά (*Citigroup, 2005*):

- ✓ Μία επιδεικτική ικανότητα να αυξάνουν τα κέρδη τους με ένα υπεύθυνο τρόπο. Για παράδειγμα, είναι προτιμότερες οι εταιρείες με περιουσιακά στοιχεία, στα οποία το μίσθωμα είναι κάτω από αυτό της τρέχουσας αγοράς.
- ✓ Ομάδες management ικανές να επενδύσουν γρήγορα και αποτελεσματικά την ταμειακή ροή.
- ✓ Ικανότητα συνεχούς ολοκλήρωσης καινούριων projects εντός χρόνου και προϋπολογισμού.
- ✓ Δημιουργικές ομάδες management με ορθές στρατηγικές για ανάπτυξη καινούριων ευκαιριών για αποδόσεις.
- ✓ Ισχυρά λειτουργικά χαρακτηριστικά, συμπεριλαμβανομένων αποτελεσματικών διαδικασιών διακυβέρνησης, συγκριτικό πλεονέκτημα, ευρέως αποδεκτές λογιστικές πρακτικές και ξεκάθαρα προσδιορισμένη λειτουργική στρατηγική για επιτυχία στις ανταγωνιστικές αγορές.



5.2 ΠΟΣΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ

Ο *Ralph L. Block* (2002), διαχωρίζει τα κριτήρια επιλογής που χρησιμοποιούν οι επενδυτές των REITs, σε ποσοτικά και ποιοτικά.

5.2.1 Δείκτης NAV (*Net Asset Value*)

Οι επενδυτές σε REITs συχνά συγκρίνουν τις τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές με την καθαρή αξία του ενεργητικού των μετοχών μιας εταιρείας (NAV). Ο δείκτης αυτός δείχνει την ανά μετοχή αγοραία αξία του καθαρού ενεργητικού μιας εταιρείας. Κατά καιρούς, η χρηματιστηριακή τιμή ενός REIT μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την καθαρή του αξία. Οι επενδυτές θα πρέπει να κατανοούν κάποιους από τους βασικούς παράγοντες που επιδρούν στην αξία της περιουσίας ενός REIT.

Ένας σημαντικός παράγοντας είναι το πόσο καλά ισορροπημένη είναι η παροχή νέων κτιρίων, σε συνδυασμό με τη ζήτηση για νέο χώρο. Όταν η οικοδόμηση προσθέτει καινούργιο χώρο σε μια αγορά, πιο γρήγορα από αυτόν που μπορεί να απορροφηθεί, οι τιμές κατασκευής δωματίων για ενοικίαση αυξάνονται, τα ενοίκια μπορεί να μειωθούν και οι περιουσιακές αξίες να πέσουν, και ως εκ τούτου ρίχνουν τις τιμές στις καθαρές αξίες περιουσιακών στοιχείων. Σε μια ισχυρή οικονομία, η ανάπτυξη στην απασχόληση, η επένδυση κεφαλαίου και οι ανάγκες των νοικοκυριών, αυξάνουν τη ζήτηση για νέα γραφεία, διαμερίσματα, βιομηχανικά συγκροτήματα και μαγαζιά λιανικής πώλησης. Η πληθυσμιακή ανάπτυξη αυξάνει τη ζήτηση για διαμερίσματα.

Ωστόσο, η οικονομία δεν είναι πάντα το ίδιο ισχυρή σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές, και η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να μην αυξάνει τη ζήτηση για όλα τα περιουσιακά είδη ταυτόχρονα. Γι' αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να συγκρίνουν τις τοποθεσίες των περιουσιακών στοιχείων διαφορετικών εταιρειών με τη σχετική δύναμη ή αδυναμία της αγοράς ακινήτων σε αυτές τις περιοχές.



5.2.2 Λειτουργικά Έσοδα - Funds from Operations

Τα «Έσοδα Λειτουργίας» ή στα αγγλικά «Funds from Operation (FFO)» είναι το πιο κοινά αποδεκτό εργαλείο για τη μέτρηση της αποδοτικότητας ενός REIT. Το FFO ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα του REIT μειωμένο κατά τα κέρδη ή τις ζημιές που προέκυψαν από την πώληση ακινήτου ή την επαναδιαπραγμάτευση δανείου και αυξημένο κατά την απόσβεση του ακινήτου.

Δηλαδή το FFO υπολογίζεται ως εξής:

ΜΕΙΟΝ :

ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ

**ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ / ΖΗΜΙΕΣ ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΗ
ΑΚΙΝΗΤΩΝ Ή ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ**

ΠΛΕΟΝ :

ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Το FFO αυξάνει όταν αυξάνονται τα έσοδα, μειώνονται τα έξοδα και δημιουργούνται ευκαιρίες για νέες δραστηριότητες. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι να αυξηθούν τα έσοδα. Όταν υπάρχει ισορροπία προσφοράς και ζήτησης στην αγορά ακινήτων, υπάρχει τάση αύξησης των ενοικίων. Επιπλέον όταν δεν υπάρχει πληρότητα στα ακίνητα, οι διαχειριστές αναλαμβάνουν να κάνουν επενδύσεις για αύξηση των παροχών των κτιρίων και δημιουργία ακινήτων, που απευθύνονται σε νέου τύπου ενοικιαστές.

Τέλος, τα διάφορα προγράμματα απόκτησης κατοικίας ή επισκευών για ανάπτυξη των ακινήτων δημιουργούν έσοδα, με την προϋπόθεση πάντα ότι καλύπτουν το κόστος κεφαλαίου.



5.2.3 Συντελεστής απόδοσης (Rate of Return) και μερίσματα

Τα REITs προσφέρουν ένα σχετικά υψηλό συντελεστή απόδοσης, αφού τα μερίσματα προέρχονται από ενοίκια και άλλα εισοδήματα από ακίνητα. Για το λόγο αυτό, ο συντελεστής απόδοσης (μέρισμα / τιμή) είναι άλλος ένας παράγοντας που πρέπει να λάβει κανείς υπόψη του κατά την επιλογή του REIT. Μια αύξηση του μερίσματος της τάξεως του 9-10% θεωρείται ικανοποιητική και τα μερίσματα θα πρέπει να αποτελούν το κύριο μέρος της απόδοσης. Η υπερβολική διανομή κερδών μπορεί να αποτελέσει ένδειξη ότι το εισόδημα του REIT προέρχεται από έκτακτα γεγονότα και δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον.

Εάν για παράδειγμα, η περιουσία πωλείται για την απόκτηση εισοδήματος, τότε θα χαθεί το εισόδημα που προέρχεται από τα ενοίκια και το οποίο είναι απαραίτητο για την συνέχεια.

Οι επενδυτές θα πρέπει να αναλογιστούν τα μερίσματα του παρελθόντος, αλλά και τα προβλεπόμενα του μέλλοντος και να τα συγκρίνουν με τις αποδόσεις άλλων προϊόντων, με δεδομένο όμως το κίνδυνο που αναλαμβάνουν σε κάθε περίπτωση.

5.2.4 Έξοδα που βαρύνουν το REIT

Η ύπαρξη εξόδων περιορίζει τις αποδόσεις των REITs. Επομένως, ο λόγος των εξόδων είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας του REIT, ο οποίος δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να κρατά τα κόστη χαμηλά.



5.2.5 Πηγές Κεφαλαίου

Επειδή τα REITs είναι εκ του νόμου υποχρεωμένα να διανέμουν το 90% από το φορολογητέο εισόδημά τους στους επενδυτές, θα πρέπει να βασίζονται σε εξωτερική χρηματοδότηση ως τη βασική τους πηγή κεφαλαίου.

Οι επενδυτές είναι αναγκαίο να διερευνούν τη δυνατότητα των REITs για μελλοντική επιτυχία, αξιολογώντας εάν έχουν πρόσβαση σε δανεισμό ή ίδια κεφάλαια ικανά να χρηματοδοτήσουν τα μελλοντικά τους αναπτυξιακά προγράμματα. Τα REITs που έχουν την ικανότητα να αυτοχρηματοδοτηθούν, συνήθως προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις.

Η δανειοδότηση του REIT πρέπει να γίνει προσεκτικά. Όσο μικρότερη μόχλευση έχει, τόσο πιο ασφαλές είναι και τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά του να εκμεταλλευτεί μια ενδεχόμενη πτώση των επιτοκίων, δανειζόμενο για να διευρύνει το χαρτοφυλάκιό του.

Ο συνολικός δανεισμός του REIT πρέπει να είναι λιγότερος από το 5% της τρέχουσας αξίας του στην ελεύθερη αγορά, η οποία υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την τιμή της μετοχής με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.



5.3 ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ

Για την αξιολόγηση ενός REIT απαιτείται η αυστηρή μελέτη δύο βασικών ποιοτικών κριτηρίων όπως αναφέρει το *Ελληνικό Ινστιτούτο Τραπεζών σε έκθεση με τίτλο «Χρηματοοικονομική Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας (Real Estate Finance) : Δομή αγοράς – Μεθοδολογία – Εκτίμηση – Αξιολόγηση – Θεσμικό πλαίσιο»*, (2005), τις μεθόδους εκτίμησης επενδύσεων ακίνητης περιουσίας.

Συγκεκριμένα:

❖ **Εμπειρία διοίκησης**

Όπως και σε οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση έτσι και στην περίπτωση των REITs, κλειδί για μια επιτυχημένη απόδοση είναι η ικανότητα και η πείρα της διοίκησης. Αν και είναι δύσκολο για έναν απλό επενδυτή να συγκεντρώσει τις απαραίτητες πληροφορίες για τη διοίκηση της εταιρείας, κρίσιμο στοιχείο αποτελεί η σταθερότητα της ομάδας των στελεχών που διαχειρίζεται το REIT, δηλαδή πόσο καιρό η ομάδα αυτή συνεργάζεται.

Η διοικητική ομάδα είναι σημαντικό να μπορεί να επανεπενδύει τα χρηματικά διαθέσιμα γρήγορα και αποτελεσματικά, να ολοκληρώνει με συνέπεια τα σχέδια της και να διαμορφώνει στρατηγικές για τη εκμετάλλευση νέων ευκαιριών για τη δημιουργία προσόδου.

Εάν για παράδειγμα ένα REIT έχει πρόσφατα βρει μια καινούρια πηγή κεφαλαίου, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ο οργανισμός - ίδρυμα που προσφέρει το κεφάλαιο, αισθάνεται άνετα με τις δυνατότητες και τις στρατηγικές της διοίκησης του REIT.

❖ **Τρόπος αποζημίωσης της διοίκησης**

Τα REITs μπορούν να ικανοποιήσουν την ανάγκη για τρέχον εισόδημα ή για μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή αύξηση. Εάν η μία ή η άλλη επιλογή είναι



προτιμότερη, είναι σημαντικό να εξετάσει κανείς το πως αποζημιώνεται η διοίκηση του REIT για τον προσδιορισμό των στόχων της και των κινδύνων που αναλαμβάνει.

Εάν η αποζημίωση βασίζεται μόνο στις περιουσιακές αξίες, η διοίκηση είναι πιθανό να επικεντρωθεί στην επένδυση σε πρόσθετα ακίνητα και την κεφαλαιακή αύξηση. Εάν η βάση για τον καθορισμό της αντιστάθμισης περιλαμβάνει μερίσματα ή τρέχοντα κέρδη, η διοίκηση μπορεί να έχει κίνητρο να αυξήσει την μερισματική απόδοση, πιθανόν εις βάρος της μακροπρόθεσμης κεφαλαιακής αύξησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ REITs





6.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Τα βασικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των REITs όπως διατυπώνονται από τις εκθέσεις της NAREIT και τη μελέτη του *Ελληνικού Ινστιτούτου Τραπεζών με τίτλο «Χρηματοοικονομική Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας (Real Estate Finance) : Δομή αγοράς – Μεθοδολογία – Εκτίμηση – Αξιολόγηση – Θεσμικό πλαίσιο» (2005)*, είναι τα εξής:

- 1. Ευνοϊκό Φορολογικό Καθεστώς:** Οι εκδιδόμενες μετοχές από το REIT απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων. Επίσης δεν επιβάλλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από αυτήν.
- 2. Αποσβέσεις:** Η εταιρεία διαχειρίσεως επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που έχει στο χαρτοφυλάκιο της.
- 3. Δανεισμός:** Δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι ενός ποσοστού των επενδύσεων της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.

Το μοναδικό **μειονέκτημα**, το οποίο θα μπορούσαμε να αναφέρουμε σχετικά με τα REITs, είναι το θέμα της διαχείρισης. Δηλαδή απαιτείται συνεχής έρευνα για την αξιοποίηση και τη διαχείριση ακινήτων.



6.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Όπως κάθε επένδυση, έτσι και τα REITs έχουν τόσο αρνητικά όσο και θετικά για τους επενδυτές που τα επιλέγουν.

Αναλυτικά, τα πλεονεκτήματα των REITs για τους μετόχους τους όπως προκύπτουν από την *National Association of Real Estate Investment Trusts*, με τίτλο *“The Investor’s Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs)”*, (2003), συνοψίζονται στα εξής:

1. Διαφοροποίηση: Τώρα περισσότερο από ποτέ, οι επενδυτές έχουν συνειδητοποιήσει τη σημαντικότητα της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Από τους συντηρητικούς επενδυτές που επιθυμούν να αυξήσουν το εισόδημά τους και ταυτόχρονα να προστατεύονται από τον μελλοντικό πληθωρισμό, μέχρι τους επενδυτές μετοχών και ομολογιών που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν το ευμετάβλητο χαρτοφυλάκιό τους, τα REITs προσφέρουν στους επενδυτές έναν τρόπο να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, χωρίς να αυξήσουν σημαντικά τον κίνδυνο της επένδυσής τους.

Τα REITs προσφέρουν μια ελκυστική σχέση κινδύνου – απόδοσης. Η αντιστοιχία των αποδόσεών τους με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων έχει μειωθεί τα τελευταία 30 χρόνια. Εξάλλου, μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις ή μειωμένο κίνδυνο όταν προστεθούν σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

2. Ευνοϊκή Φορολογική Μεταχείριση: Το εισόδημα από την επένδυση σε REIT δεν φορολογείται διπλά, καθώς φορολογείται στην «πηγή».

3. Μερίσματα: Ένα από τα πιο ελκυστικά χαρακτηριστικά της επένδυσης σε REIT είναι τα υψηλά μερίσματα, καθώς οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να



πληρώσουν τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους στους μετόχους, με τη μορφή μερισμάτων κάθε χρόνο.

4. Ρευστότητα: Τα REITs προσφέρουν ρευστότητα στους επενδυτές, καθώς διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα να υπάρχει η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της επένδυσης, σε αντίθεση με την πώληση ενός ακινήτου στην spot αγορά.

5. Πρόσβαση στο κεφάλαιο: Επιτρέπει στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν με πολύ μικρά ποσά σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει ακίνητα ακόμη και από πολλές περιοχές. Έτσι συμμετέχουν σε μία πολύ μεγάλη επένδυση, η οποία διαχειρίζεται από επαγγελματίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΟΙ ΚΥΚΛΟΙ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ





7.1 ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΤΙΜΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Σε Ημερίδα της Eurobank με θέμα «Είναι Υπερτιμημένες οι Τιμές των Ακινήτων; Διεθνείς Τάσεις & Επενδυτικές Ευκαιρίες», (2006) σχολιάστηκε η πορεία των τιμών των ακινήτων, ένα θέμα που απασχολεί άμεσα τη συντριπτική πλειονοψηφία των νοικοκυριών στην Ελλάδα και σε όλο τον αναπτυγμένο κόσμο. Η κατοικία χρησιμοποιείται τόσο για την ικανοποίηση των στεγαστικών αναγκών όσο και ως κύρια επενδυτική επιλογή. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, η αξία των ακινήτων των νοικοκυριών το 2001 ήταν 14 φορές μεγαλύτερη από την αξία των μετοχών που κατείχαν. Στη χώρα μας, για πολλές δεκαετίες μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η αγορά ακινήτων αποτελούσε για τα περισσότερα νοικοκυριά το μοναδικό μέσο μακροπρόθεσμης αποταμίευσης, που να μπορούσε να τα προστατέψει από τον πληθωρισμό.

Τους τελευταίους μήνες έχει ενταθεί η συζήτηση για την αγορά ακινήτων. Στις περισσότερες χώρες η συζήτηση επικεντρώνεται στο ερώτημα αν οι τιμές των ακινήτων έχουν φτάσει σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα, αν δηλαδή αναμένεται ή όχι σύντομα μια μεγάλη διόρθωση. Μια επικείμενη διόρθωση στις διεθνείς τιμές των ακινήτων πιθανόν να έχει άμεσες επιπτώσεις στη διεθνή οικονομική ανάπτυξη.

Η σχέση μεταξύ τιμών κατοικιών και οικονομικής δραστηριότητας είναι θετική και αμφίδρομη. Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν άμεσα και θετικά στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας, αλλά και αντιστρόφως, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει θετικά τις τιμές ακινήτων. Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν στην οικονομική δραστηριότητα κυρίως μέσω της επίδρασής τους στον πλούτο των νοικοκυριών και την κατανάλωσή τους, αλλά και μέσω της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων, καθώς οι τελευταίες χρησιμοποιούν τα ακίνητα ως ενέχυρο για τραπεζικό δανεισμό, που χρηματοδοτεί τα επενδυτικά



τους σχέδια. Τα τελευταία χρόνια στο εξωτερικό, οι τράπεζες δανείζουν τα νοικοκυριά με βάση την υπεραξία της κατοικίας τους (το λεγόμενο mortgage equity withdrawal).

Ο δανεισμός αυτός επιτείνει τη θετική σχέση μεταξύ τιμής κατοικίας και οικονομικής δραστηριότητας, αφού επιτρέπει στα νοικοκυριά επιπλέον κατανάλωση όταν οι τιμές των σπιτιών τους ανεβαίνουν. Η νέα αυτή μορφή δανεισμού έχει αυξήσει θεαματικά την ιδιωτική κατανάλωση στις Η.Π.Α., σε σημείο που τα νοικοκυριά να καταναλίσκουν σχεδόν ολόκληρο το καθαρό μηνιαίο εισόδημά τους και να μην αποταμιεύουν, δημιουργώντας μεγάλα ερωτηματικά για το τι μπορεί να συμβεί στην αμερικανική οικονομία αν σταθεροποιηθούν οι τιμές των ακινήτων ή και πέσουν. Αυτά τα εύλογα ερωτήματα απασχολούν και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. Σχετική μελέτη της, υπογραμμίζει ότι η υπεραξία της κατοικίας που ρευστοποιείται στις Η.Π.Α. με τη χρήση τέτοιων τραπεζικών προϊόντων αυξήθηκε από 1,5% του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών το 1991 στο 7% το 2004.

Στη χώρα μας οι τιμές των ακινήτων έχουν σταθεροποιηθεί ως προς τα ενοίκια τα τελευταία τρία χρόνια. Όμως, η πορεία της αγοράς ακινήτων είναι αντικείμενο που ενδιαφέρει όλους τους Έλληνες, δεδομένης της υψηλής ιδιοκατοίκησης (74%) και του πλούτου που ενσωματώνεται στα ακίνητα, καθώς και των φορολογικών αλλαγών του 2006 με επίκεντρο την κατοικία. Επίσης, μια διόρθωση στις ελληνικές τιμές ακινήτων θα έχει άμεσα αποτελέσματα στην οικονομία, αφού μόνον οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτελούν το 5% της ετήσιας οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα, με πολλαπλασιαστική επιρροή και σε άλλους κλάδους. Πρέπει όμως να διευκρινιστεί ότι ακριβώς αυτό το γεγονός του υψηλού ποσοστού ιδιοκατοίκησης στην Ελλάδα, είναι η βασική αιτία για την μειωμένη πιθανότητα «φούσκας» στην ελληνική αγορά ακινήτων, συγκριτικά με την αγορά των Η.Π.Α. Κατά συνέπεια, μειώνονται τα αρνητικά αποτελέσματα μιας πτωτικής αγοράς ακινήτων, πράγμα διαφορετικό από ό,τι ισχύει στις Η.Π.Α. όπου δραστηριοποιούνται hedge funds, παράγωγα σε ακίνητα, η αγορά έχει υψηλό

ρίσκο, έχουμε τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων (CDOs, κλπ) και έτσι η κρίση μέσω του τραπεζικού συστήματος μπορεί να περάσει στην πραγματική οικονομία.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς, περισσότερα νοικοκυριά κατέχουν σπίτι απ' ότι μετοχές, με αποτέλεσμα οι συνέπειες στον πλούτο του νοικοκυριού και άρα στην κατανάλωση από μια πτώση στις τιμές κατοικιών να είναι πολύ μεγαλύτερες από μια αντίστοιχη πτώση των τιμών των μετοχών. Επίσης, τα νοικοκυριά είναι πολύ πιο πιθανόν να έχουν δανειστεί προκειμένου να αγοράσουν σπίτι απ' ότι για να αγοράσουν μετοχές με αποτέλεσμα μια πτώση στις τιμές των ακινήτων να οδηγεί σε φαινόμενα χρεοκοπίας νοικοκυριών με υψηλό δανεισμό σε σχέση με την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων. Μελέτες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου υπογραμμίζουν ότι μια μείωση της αξίας των ακινήτων κατά €100 προκαλεί μείωση της οικονομικής δραστηριότητας κατά €8, ενώ αντίστοιχη μείωση της αξίας των μετοχών μειώνει την οικονομική δραστηριότητα μόνο κατά €4.

Σύμφωνα με τον κ. Matteo Iacoviello, Επίκουρο Καθηγητή στο Πανεπιστήμιο Boston College στις Η.Π.Α. και ομιλητή σε διεθνές συνέδριο της Eurobank EFG που πραγματοποιήθηκε το 2006 στην Αθήνα, μια πτώση κατά 20% της τιμής των κατοικιών στις Η.Π.Α. στα επόμενα δύο χρόνια θα προκαλέσει μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, σωρευτικά κατά 3%. Αυτή δεν είναι μια αμελητέα επίδραση.

Συγχρόνως, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει και αυτή τις τιμές ακινήτων, αφού η καλή πορεία της οικονομίας συνεπάγεται υψηλότερο διαθέσιμο εισόδημα στα νοικοκυριά και μεγαλύτερη δυνατότητα αγοράς κατοικίας. Η καλή πορεία της οικονομίας δίνει επίσης τη δυνατότητα επέκτασης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων, οι οποίες στην προσπάθειά τους για επέκταση ανεβάζουν τις τιμές στα επαγγελματικά ακίνητα.



7.2 ΑΛΛΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Μελέτη της Eurobank με θέμα «Είναι Υπερτιμημένη η Αγορά Ακινήτων; Διεθνείς Τάσεις & Επενδυτικές Ευκαιρίες», (2006), αναφέρει ότι η οικονομική δραστηριότητα δεν είναι ο μόνος προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης κατοικιών. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και ο πληθωρισμός. Σύμφωνα με τον κ. Τσατσαρώνη, Διευθυντή του τμήματος International Institutions της Bank for International Settlements (BIS), το 53% της διακύμανσης των τιμών των κατοικιών σε ένα σύνολο 17 χωρών, χωρισμένων σε ομάδες όπως φαίνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί, (με την Ελλάδα να ανήκει στην Ομάδα 3), οφείλεται μακροπρόθεσμα στον πληθωρισμό.

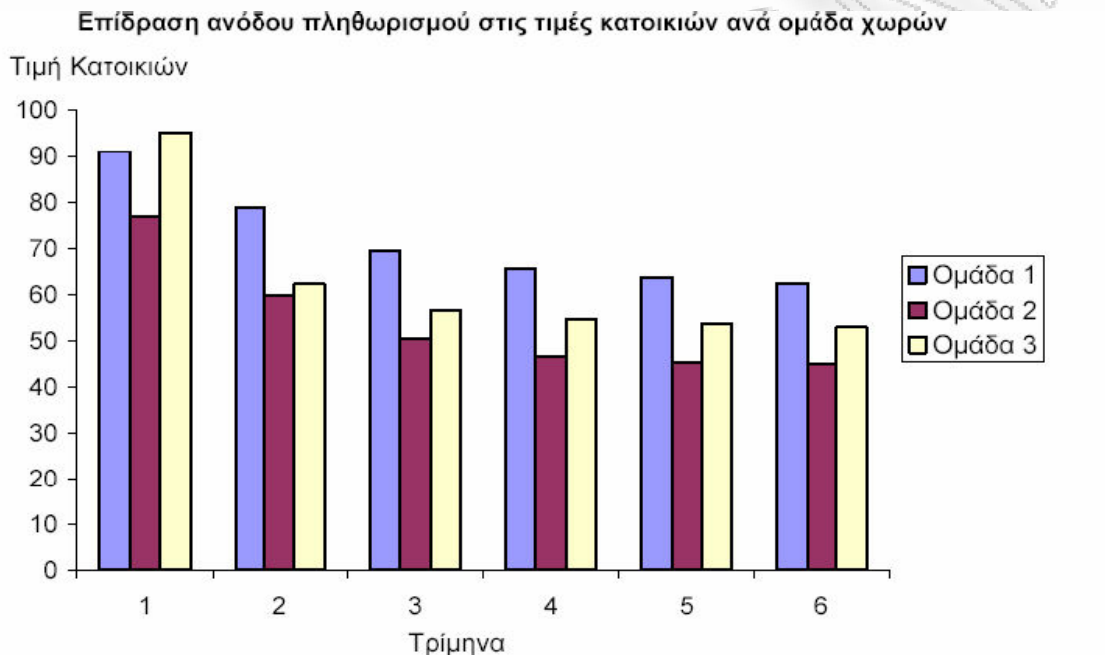
Ο πληθωρισμός μπορεί να επιδράσει αρνητικά ή θετικά στις τιμές των ακινήτων. Ο υψηλός πληθωρισμός αυξάνει τα επιτόκια και επιδρά αποτρεπτικά στο δανεισμό για αγορά κατοικίας. Συγχρόνως, όμως, είναι πιθανόν πολλά νοικοκυριά να αγοράζουν σπίτι προκειμένου να προστατεύσουν την αξία των αποταμιεύσεων τους από ενδεχόμενη περαιτέρω άνοδο του πληθωρισμού.

Σύμφωνα με το διάγραμμα 5, οι τιμές των ακινήτων συμβαδίζουν με τον πληθωρισμό σε όλες τις χώρες ανεξάρτητα από τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού τους συστήματος.

Επιπλέον προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης κατοικιών είναι η στεγαστική πίστη. Όταν αυξάνεται η στεγαστική πίστη, αυξάνεται η ζήτηση κατοικίας με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι τιμές. Στη συνέχεια, οι υψηλότερες τιμές αυξάνουν την αξία του ενέχυρου, γεγονός που επιτρέπει μεγαλύτερα ποσά δανεισμού.



Διάγραμμα 5 : Επίδραση Ανόδου Πληθωρισμού στις Τιμές Κατοικιών ανά Ομάδα Χωρών



- Ομάδα 1:** Χώρες με στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου, χωρίς τραπεζικά προϊόντα ρευστοποίησης υπεραξίας της κατοικίας και χαμηλό δείκτη ανώτατου ύψους δανείου προς εμπορική αξία ακινήτου
- Ομάδα 2:** Χώρες με στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου, με τραπεζικά προϊόντα ρευστοποίησης υπεραξίας της κατοικίας και μέτριο δείκτη ανώτατου ύψους δανείου προς εμπορική αξία ακινήτου
- Ομάδα 3:** Χώρες με στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, με τραπεζικά προϊόντα ρευστοποίησης υπεραξίας της κατοικίας και υψηλό δείκτη ανώτατου ύψους δανείου προς εμπορική αξία ακινήτου

Πηγή: Παρουσίαση Κώστα Τσατσάρωνη, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG



7.3 ΠΟΣΟ ΦΥΣΙΟΛΟΓΙΚΗ ΕΙΝΑΙ Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

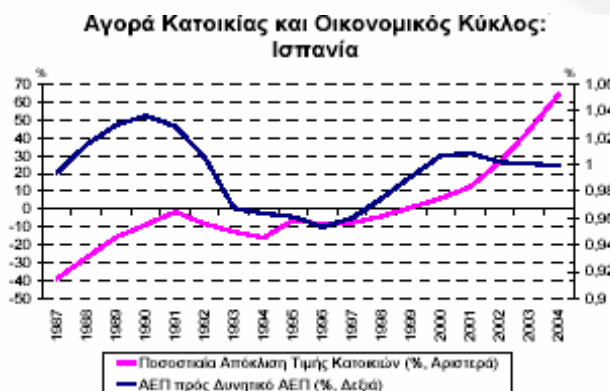
Την τελευταία δεκαετία, η σωρευτική αύξηση των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες ήταν μεγάλη. Στις Η.Π.Α. ήταν 65%, ενώ στην Ισπανία ήταν 105,6%. Η άνοδος αυτή έχει προκαλέσει ανησυχίες, επειδή φαίνεται να μην δικαιολογείται ικανοποιητικά από τον οικονομικό κύκλο που διανύουν οι αντίστοιχες οικονομίες.

Το χαρακτηριστικό αυτό αποτυπώνεται στα διαγράμματα 6-7, όπου παρουσιάζεται ανά τρίμηνο η ποσοστιαία απόκλιση της οικονομικής δραστηριότητας από το μέγιστο δυνατό της σημείο, καθώς και η ποσοστιαία απόκλιση των τιμών των κατοικιών από το μέσο όρο της περιόδου.

Διάγραμμα 6: Αγορά Κατοικίας & Οικονομικός Κύκλος – Η.Π.Α.



Διάγραμμα 7: Αγορά Κατοικίας & Οικονομικός Κύκλος – Ισπανία

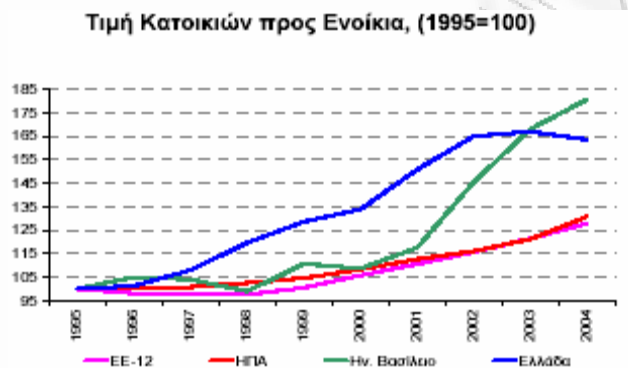


Παρατηρείται μια θετική ιστορική συσχέτιση του οικονομικού κύκλου και της πορείας των τιμών των κατοικιών, η οποία όμως έχει διαταραχθεί τελευταία σε χώρες, όπως οι Η.Π.Α., το Ην. Βασίλειο και η Ισπανία. Οι τιμές κατοικίας δεν διορθώθηκαν την περίοδο 2000-2002, παρά την οικονομική ύφεση στις οικονομίες των Η.Π.Α., Ηνωμένου Βασιλείου και Ισπανίας. Στη συνέχεια, η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες αυτές επέτεινε την άνοδο στις τιμές των ακινήτων. Το τελικό αποτέλεσμα είναι μια συνεχής και παρατεταμένη άνοδος των τιμών των ακινήτων για πολλά έτη, η οποία γεννά ερωτηματικά για τη βιωσιμότητα της ανόδου και την πιθανή επίπτωση στην οικονομία από μια διόρθωση των τιμών.

Για να απαντηθεί το ερώτημα αν οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων είναι φυσιολογικές ή όχι, είναι σημαντικό να γίνει μια σύγκριση των τιμών των ακινήτων με την αξία των υπηρεσιών που προσφέρουν. Οι τιμές των ακινήτων μπορεί να αυξάνονται, χωρίς παράλληλη άνθηση της οικονομίας, αν οι υπηρεσίες που προσφέρουν βελτιώνονται με υψηλούς ρυθμούς, ενάντια στη γενικότερη τάση της οικονομίας. Ο συνήθης τρόπος μέτρησης της αξίας των υπηρεσιών αυτών είναι το ύψος του ενοικίου.

Στο Διάγραμμα 8 παρουσιάζεται ένας δείκτης της διαχρονικής εξέλιξης του λόγου τιμών προς ενοίκια.

Διάγραμμα 8 : Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια



Πηγή: Ecowin, Eurobank EFG Research

Στη χώρα μας, η αύξηση των τιμών ως προς τα ενοίκια κατά την διάρκεια των τελευταίων 10 ετών μπορεί να δικαιολογηθεί από την πτώση των επιτοκίων, ενώ μετά το 2002 παρατηρείται μια ισχυρή σταθεροποίησή τους. Αντίθετα, σε άλλες χώρες (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωζώνη) η ανοδική τάση συνεχίζεται, χωρίς τα επιτόκια να συνεχίζουν την πτωτική τους πορεία.

Όταν ο δείκτης τιμών προς ενοίκια ανεβαίνει χωρίς μεταβολές σε μεταβλητές της αγοράς, όπως τα επιτόκια, αυτό συνήθως σημαίνει ότι η αγορά κατοικίας γίνεται περισσότερο δαπανηρή από την ενοικίαση, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά σταδιακά να στρέφονται προς την ενοικίαση, γεγονός που προκαλεί στη συνέχεια αύξηση των ενοικίων και σταθεροποίηση του δείκτη τιμών προς ενοίκια χωρίς απαραίτητη πτώση στις τιμές των κατοικιών.

Σύμφωνα με τον κ. Restoy, Διευθυντή του Τμήματος Νομισματικών και Χρηματοοικονομικών Ερευνών της Τράπεζας της Ισπανίας, ο δείκτης τιμής κατοικιών προς ενοίκια στην Ισπανία βρίσκεται σήμερα 24 - 32% πάνω από την τιμή ισορροπίας του. Ένα μεγάλο μέρος της αύξησης του δείκτη τιμών κατοικιών



οφείλεται σε ανοδική διόρθωση από τις πολύ χαμηλές τιμές της δεκαετίας του 1980 στην Ισπανία. Ένα άλλο μέρος οφείλεται στην πτώση των επιτοκίων κατά την δεκαετία του 1990. Αλλά και μεγάλο μέρος, αποτελεί υπερτίμηση.

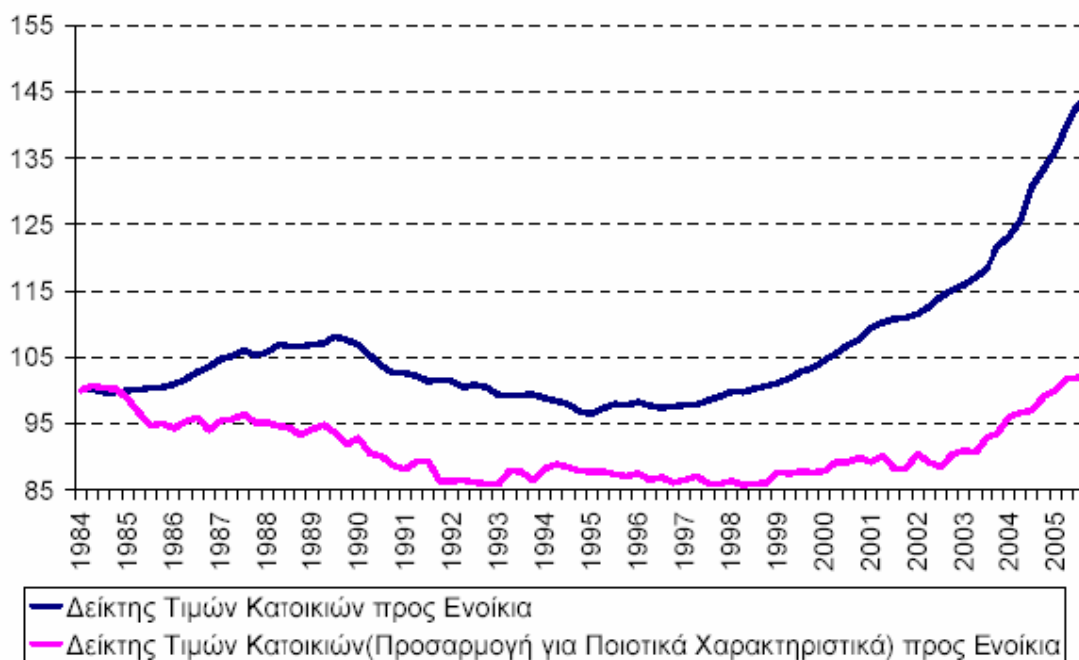
Σύμφωνα με τον κ. Restoy όμως, η υπερτίμηση αυτή δεν αποτελεί «φούσκα» και αναμένεται να διορθωθεί βαθμιαία χωρίς απότομη πτώση των τιμών στα επόμενα χρόνια, καθώς η προσφορά νέων κατοικιών θα αυξηθεί σταδιακά. Η ανάλυση τιμών προς ενοίκια δίνει μια αίσθηση των τάσεων της αγοράς, αλλά δεν μπορεί να τεκμηριώσει την ύπαρξη ή όχι υπερτιμολόγησης, αφού δεν λαμβάνει υπόψη της παράγοντες όπως το ύψος των επιτοκίων, τα ασφάλιστρα κινδύνου των επενδυτών, τις συνθήκες προσφοράς στην αγορά ακινήτων (τιμές υλικών, προσφορά εργατικού δυναμικού, περιοχή, κενά κτήρια, κλπ.), τις συνθήκες ρευστότητας της αγοράς, αλλά και ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας, όπως το περιβάλλον, η πρόσβαση σε μέσα συγκοινωνίας, εμπορικά κέντρα, σχολεία κλπ.

Σύμφωνα με τον κ. Jonathan McCarthy, Senior Economist στο Macroeconomic and Monetary Studies Function της Federal Reserve Bank της Ν. Υόρκης, αν οι τιμές διορθωθούν για τη μεταβολή στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας στις Η.Π.Α., η απόκλιση μεταξύ της διορθωμένης τιμής κατοικίας και ενοικίων δεν είναι σημαντική και η διαχρονική εξέλιξη των τιμών συμβαδίζει με εκείνη των ενοικίων (Διάγραμμα 9).



Διάγραμμα 9: Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια: Η.Π.Α.

Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια: Η.Π.Α.



Πηγή: Παρουσίαση Jonathan McCarthy, Συνέδριο Real Estate-Eurobank EFG

Επιπλέον, ο κ. McCarthy υποστηρίζει ότι ακόμα και αν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. δεν προσαρμοσθούν για τις αλλαγές στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας, αλλά ληφθεί υπόψη απλώς η μείωση των επιτοκίων, το συμπέρασμα της μη υπερτίμησης στις Η.Π.Α. παραμένει.

Η σημαντική ενίσχυση στα REITs δόθηκε με την Αναδιάρθρωση της Φορολογικής Νομοθεσίας το 1986, καθώς περιορίστηκαν οι δυνατότητες μείωσης του φορολογητέου εισοδήματος και δόθηκε η δυνατότητα να διαχειρίζονται και να αξιοποιούν την ακίνητη περιουσία.

Ενώ αρχικά ευνοήθηκαν οι επενδύσεις επί ακίνητης περιουσίας, στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι νομικοί περιορισμοί στις τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία, σε συνδυασμό με την υπερβάλλουσα δόμηση της δεκαετίας του '80,



οδήγησε σε κατακόρυφη πτώση των τιμών από 30% έως 50%. Τότε ορισμένες εταιρείες, αλλά και επενδυτές, θεώρησαν τα επίπεδα τιμών ιδιαίτερα ελκυστικά, δίνοντας μία σχετική ώθηση στην αγορά, η οποία φαίνεται να περνάει μια περίοδο άνθησης τα τελευταία χρόνια.

Αξίζει να αναφερθεί ότι τον Ιανουάριο του 2001 τέθηκε σε ισχύ η REIT Modernization Act (RMA) που επιτρέπει στα REITs να έχουν στην ιδιοκτησία τους φορολογούμενες θυγατρικές εταιρείες, οι οποίες θα μπορούν να παρέχουν διάφορες υπηρεσίες στους ενοικιαστές και σε τρίτα μέρη, αξιοποιώντας περαιτέρω τις δραστηριότητες στο κομμάτι της ακίνητης περιουσίας.

Σύμφωνα με στοιχεία της *NAREIT (Δεκέμβριος 2001)* σήμερα υπάρχουν 300 REITs στις ΗΠΑ, εισηγμένα στις χρηματιστηριακές αγορές, με συνολικό ενεργητικό πάνω από 300 δις δολάρια. Επιπλέον, υπάρχουν ακόμα αρκετά που διαπραγματεύονται over-the-counter.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITs





8.1 ΟΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Σε παγκόσμια βάση, οι μερισματικές αποδόσεις των REITs έχουν μειωθεί τα τελευταία χρόνια, ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Όσον αφορά στις αποδόσεις αυτές, οι δύο πιο συχνές ερωτήσεις που διατυπώνουν οι επενδυτές είναι οι εξής:

“Είναι τα μερίσματα «ασφαλή»”

και

“Αναμένεται άνοδος τους;”

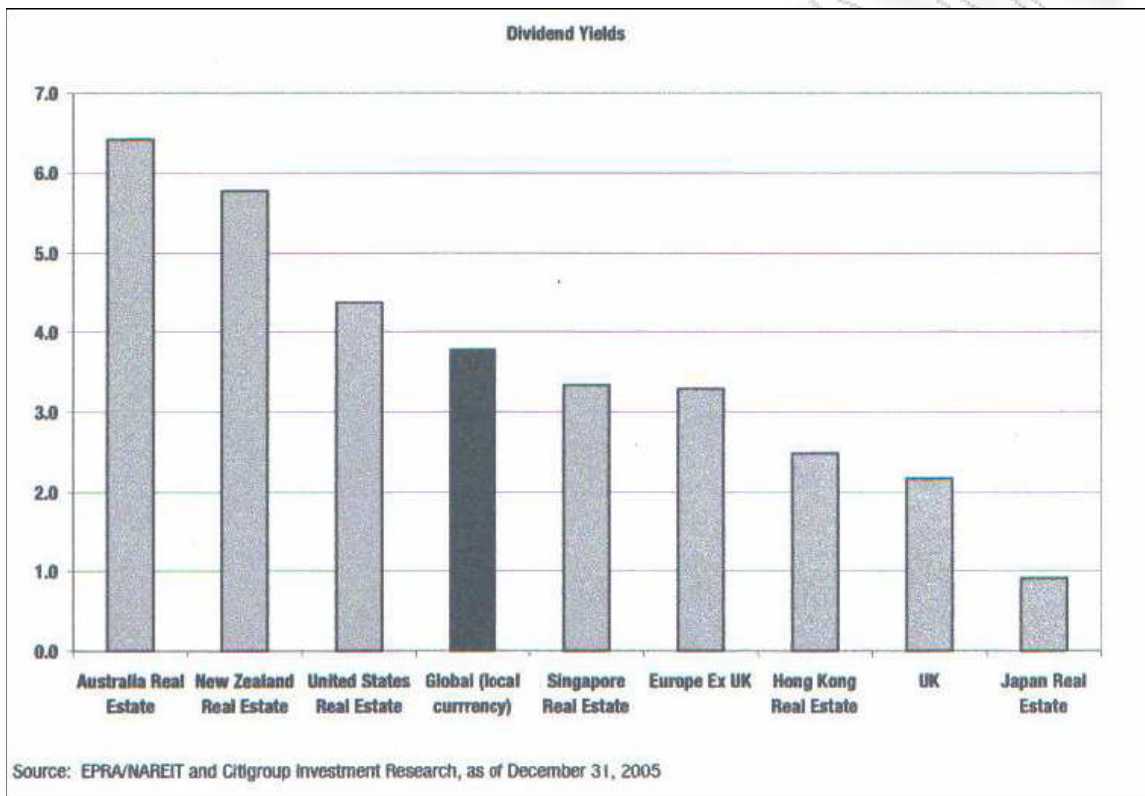
Η απάντηση του τραπεζικού οίκου *Citigroup* (2006) και στις δύο παραπάνω ερωτήσεις είναι καταφατική.

Η μέση ετήσια μερισματική απόδοση των REITs παγκοσμίως ανήλθε το 2005 σε 3,8%, όπως προκύπτει από το διάγραμμα 10 που ακολουθεί. Στις τρεις πρώτες θέσεις, με βάση τις μερισματικές αποδόσεις βρέθηκαν η Αυστραλία με 6,4%, η Νέα Ζηλανδία με 5,8% και οι ΗΠΑ με 4,3%.

Από την άλλη, μέση μερισματική απόδοση χαμηλότερη του παγκόσμιου μέσου όρου εμφανίζουν οι Σιγκαπούρη, Ευρώπη, Hong Kong, Μεγάλη Βρετανία και Ιαπωνία.



Διάγραμμα 10: Οι μερισματικές αποδόσεις ανά περιοχή





8.2 ΟΙ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITs

Οι εισηγμένες εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία προσέφεραν το 2005 κατά μέσο όρο παγκοσμίως συνολική απόδοση, δηλαδή μερισματική και κεφαλαιακή, της τάξης του 21%. Οι αποδόσεις που φαίνονται στο διάγραμμα 11 εξάγονται από τον δείκτη **EPRA/NAREIT Global Real Estate**.

Στο σημείο αυτό θα είναι σκόπιμο να γίνει μια μικρή ανάλυση του δείκτη αυτού. Η EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA) είναι μία μη κερδοσκοπική ένωση των μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων σε Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια real estate εταιριών και θεσμικών επενδυτών ακινήτων. Μέλη του, είναι οι μεγαλύτερες εταιρίες real estate της Ευρώπης, όπως η British Land (Βρετανία), Klepierre (Γαλλία), IVG HOLDING (Γερμανία) και Rodamco (Ολλανδία), ανάμεσά τους και η Eurobank Properties A.E.EA.Π., καθώς και το σύνολο των παγκοσμίως έγκριτων θεσμικών επενδυτών όπως η CitiGroup, Deutsche Bank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Henderson Global Investors, κ.α. Η NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (NAREIT) είναι η ένωση του συνόλου των Επενδυτικών Εταιριών Ακίνητης Περιουσίας με έδρα τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η FTSE είναι μια κοινοπραξία μεταξύ της εταιρίας Financial Times και του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (London Stock Exchange), με σκοπό τη δημιουργία και τη διαχείριση δεικτών και σχετικών υπηρεσιών.

Τον Οκτώβριο του 1999, οι EPRA και NAREIT δημιούργησαν τον χρηματιστηριακό δείκτη EPRA/NAREIT Global Real Estate Index και τον Φεβρουάριο του 2005 η FTSE ανέλαβε τον υπολογισμό του παραπάνω δείκτη ο οποίος μετονομάστηκε σε FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index.

Ο FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index αναλύεται σε έξι ομάδες δεικτών και περιλαμβάνει συνολικά 60 δείκτες στην Ασία, Ευρώπη και Βόρειο Αμερική. Ο δείκτης αυτός, σχεδιασμένος να παρακολουθεί την πορεία

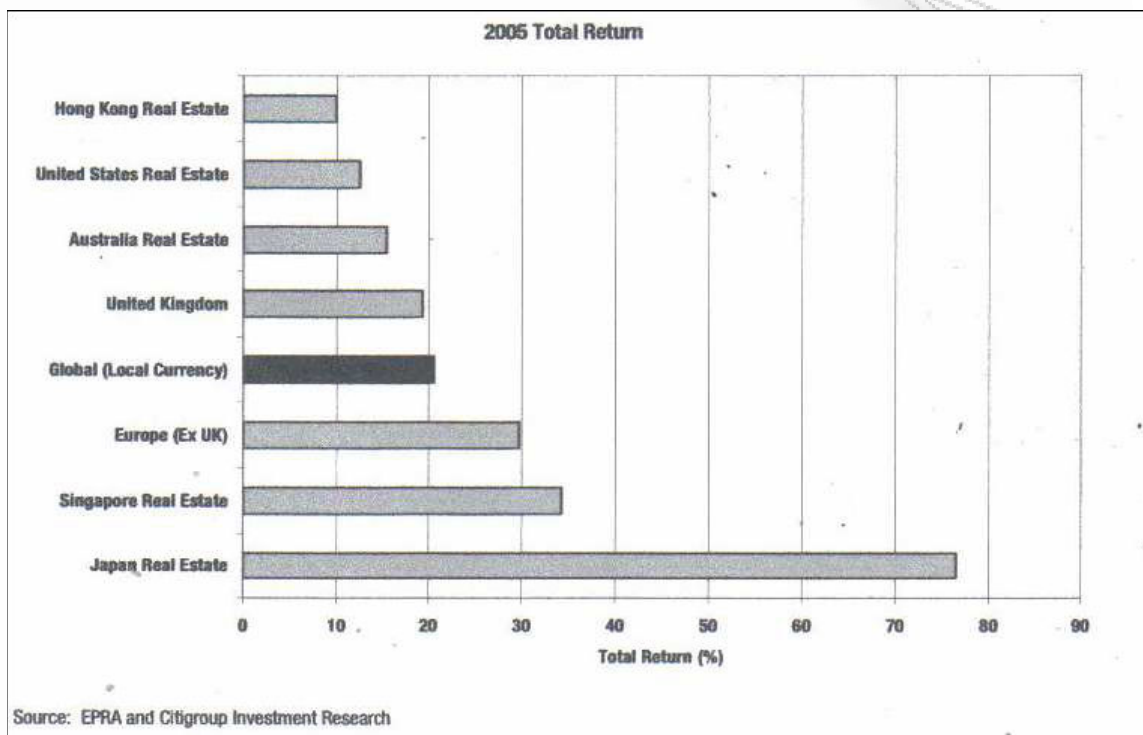


συγκεκριμένων εταιρειών ακίνητης περιουσίας και REITs παγκοσμίως, λειτουργεί σαν μέτρο της γενικότερης «συμπεριφοράς» της αγοράς ακινήτων και είναι επίσης κατάλληλος να χρησιμοποιηθεί σαν τη βάση για επενδυτικά προϊόντα όπως παράγωγα (derivatives) και Exchange Traded Funds (ETFs) - διάφορα σύγχρονα επενδυτικά εργαλεία που αποσκοπούν στη μεγιστοποίηση της απόδοσης και την ελαχιστοποίηση των κινδύνων ακολουθώντας παθητική διαχείριση.

Ο FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index λειτουργεί σύμφωνα με τους κανόνες εισαγωγής στο δείκτη οι οποίοι προϋποθέτουν κυρίως τα ακόλουθα: 1) Σύνολο κεφαλαιοποίησης μετοχών ελεύθερων προς διαπραγμάτευση (Free Float) μεγαλύτερο των 50 εκ. ευρώ. 2) Σύνολο τριμηνιαίου χρηματιστηριακού τζίρου (3 months traded value) μεγαλύτερου των 25 εκ. ευρώ. 3) Τουλάχιστον 75% των λειτουργικών κερδών (EBITDA) της εταιρίας που συμμετέχει στο δείκτη να προέρχονται από δραστηριότητες εμπορικού real estate (commercial real estate development and property management).

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index, στις 8 Δεκεμβρίου 2006, είχε συνολική κεφαλαιοποίηση που ξεπερνούσε τα 657 δις ευρώ».

Βλέπουμε στο διάγραμμα ότι τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση που έφτασε το 76,5% προσέφερε η αγορά της Ιαπωνίας, η οποία ήταν αποτέλεσμα και της απόδοσης 38% του τέταρτου τριμήνου του 2005, λόγω μίας μεταβίβασης ακινήτου που έλαβε χώρα. Στην Ευρώπη οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στον κλάδο οδήγησαν τις αποδόσεις στα επίπεδα του 30%, ενώ η αναμονή για τη δημιουργία νέου θεσμικού πλαισίου για τα REITs στη Μεγάλη Βρετανία, ανέβασε την ετήσια συνολική απόδοση του κλάδου των εταιρειών ακίνητης περιουσίας στο 19%. Τέλος, ο τομέας των REITs στις ΗΠΑ, ο οποίος έχει στάθμιση σχεδόν 50% στο δείκτη EPRA/NAREIT, προσέφερε συνολικές αποδόσεις της τάξης του 12,4%.

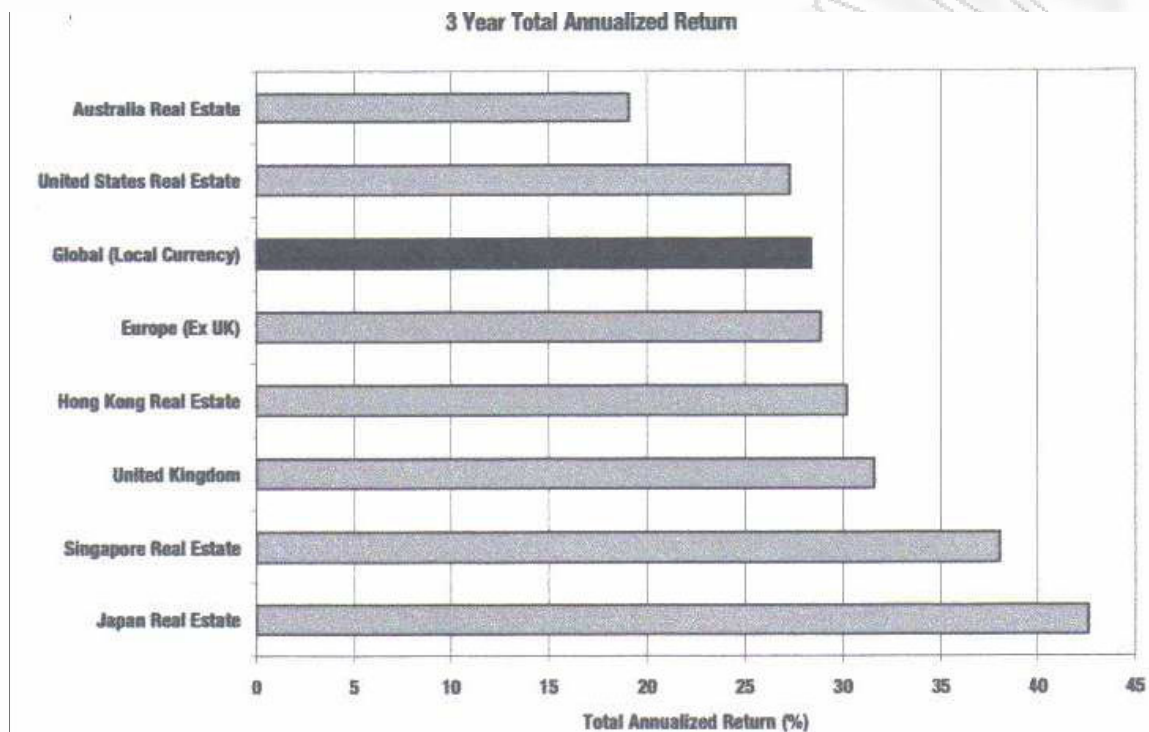
**Διάγραμμα 11: Οι συνολικές αποδόσεις το 2005 ανά χώρα**

Στο διάγραμμα 12 και στον πίνακα 7 που ακολουθούν, φαίνονται οι ετησιοποιημένες αποδόσεις των εισηγμένων εταιρειών Real Estate την τελευταία τριετία, εκπεφρασμένες στο τοπικό νόμισμα της κάθε αγοράς.

Σε παγκόσμια βάση η ετησιοποιημένη απόδοση έφτασε το 28%, ενώ αποδόσεις άνω του 30% εμφανίζουν οι αγορές της Μεγάλης Βρετανίας, της Σιγκαπούρης και της Ιαπωνίας.



Διάγραμμα 12: Ετησιοποιημένες συνολικές αποδόσεις ανά περιοχή (σε τοπικά νομίσματα)



Source: EPRA and Citigroup Investment Research (Past performance no guarantee of future results.)

Πίνακας 4: Αναλυτικά οι αποδόσεις ανά περιοχή

Region	Dividend Yield	Total Return				36 Month Vity (%)
		5 Yr. Ann.	3 Yr. Ann.	4Q05	2005	
Global (local currency)	3.8	15.3	28.4	6.1	20.6	12.4
United States Real Estate	4.4	18.3	27.3	2.4	12.4	15.1
Japan Real Estate	0.9	17.4	42.6	37.9	76.5	24.3
Hong Kong Real Estate	2.5	6.5	30.2	1.2	9.9	25.2
Singapore Real Estate	3.3	5.9	38.0	-0.9	34.2	18.9
Australia Real Estate	6.4	13.7	19.1	7.0	15.5	8.8
New Zealand Real Estate	5.8	15.1	17.7	13.8	21.7	N/A
Europe Ex UK	3.3	19.8	28.9	-3.2	29.7	8.8
UK	2.2	16.9	31.6	10.3	19.3	15.1

Source: EPRA and Citigroup Investment Research



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ REITs ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ





9.1 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ REITs

Τα τελευταία χρόνια οι αγορές ακίνητης περιουσίας βρίσκονται σε φάση συνεχών εξελίξεων και μεταβολών, από τις αναπτυσσόμενες αγορές της Ινδίας, της Κίνας και της Ανατολικής Ευρώπης μέχρι τις μεταρρυθμίσεις στη φορολογία των ανεπτυγμένων χωρών.

Σε αυτή την περίοδο έντονης δραστηριότητας για εταιρείες και επενδυτές η δυναμική του κλάδου ενισχύεται, καθιστώντας τον αναπόσπαστο τμήμα της ευρύτερης επενδυτικής στρατηγικής, από την άμεση επένδυση και την χρήση μη εισηγμένων σχημάτων, μέχρι τις επενδυτικές ακινήτων που διαπραγματεύονται στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Με δεδομένο λοιπόν το τεράστιο επενδυτικό ενδιαφέρον, είναι σημαντικό να υπάρχει μία σαφής εικόνα για το μέγεθος και το μερίδιο της παγκόσμιας αγοράς που κατέχουν οι επενδύσεις σε ακίνητα.

Σε παγκόσμια βάση η επέκταση των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι τρομακτική τα τελευταία 20 χρόνια. Όπως φαίνεται και στον πίνακα 5 που ακολουθεί, αρκετές χώρες έχουν δημιουργήσει «οχήματα» για επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία προσβάσιμες από το ευρύ επενδυτικό κοινό.



Πίνακας 5: Η δομή των REITs ανά χώρα

	Country	REIT Structure	REIT Legislation Enacted
N. Amer	USA	Real Estate Investment Trust (REIT)	1960
	Canada	Income Trusts	1993
Latin Amer	Mexico	Fibras	2004
	Brazil	Fil	1993
Europe & Africa	Belgium	Societe d'Investissement a Capital Fixe Immobiliere (SICAFI)	1995
	France	Societes D'Investissements Immobiliers Cotes (SIIC)	2003
	Netherlands	Fiscal Investment Institution (FBI)	1969
	Spain	Fondos / Sociudades de Inversion Inmobiliaria	1994
	Italy	Fondi di Investimento Immobiliare	1994
	Luxembourg	FCP, SICAV, SICAF	
	Turkey	Real Estate Investment Companies	
	South Africa	South African Property Trust	
	United Kingdom	Real Estate Investment Trust (REIT)	Pending
	Germany	Real Estate Investment Trust (REIT)	Pending
Asia	Australia	Listed Property Trust (LPT)	1971
	Hong Kong	Real Estate Investment Trust (REIT)	2003
	Japan	Japanese Real Estate Investment Trust (J-REIT)	2001
	New Zealand	Predominantly Listed Property Trust (LPT)	
	Singapore	Singapore Real Estate Investment Trust (S-REIT)	2002
	South Korea	CR-REIT, K-REIT	2001
	Thailand	Thai Property Trust	
	Malaysia	Real Estate Investment Trust	Late Eighties
	Taiwan	Real Estate Investment Trust	2003

Source: Rogers and Casey and Citigroup Investment Research

Η εξάπλωση αυτή των REITs δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να πετύχουν διαφοροποίηση, δηλαδή να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε διάφορες αγορές, που βρίσκονται σε διαφορετική φάση του οικονομικού τους κύκλου, καθώς και σε περιοχές όπου εισηγμένες εταιρείες real estate είναι υποανάπτυκτες και προσφέρουν σημαντικές ευκαιρίες αποδόσεων.

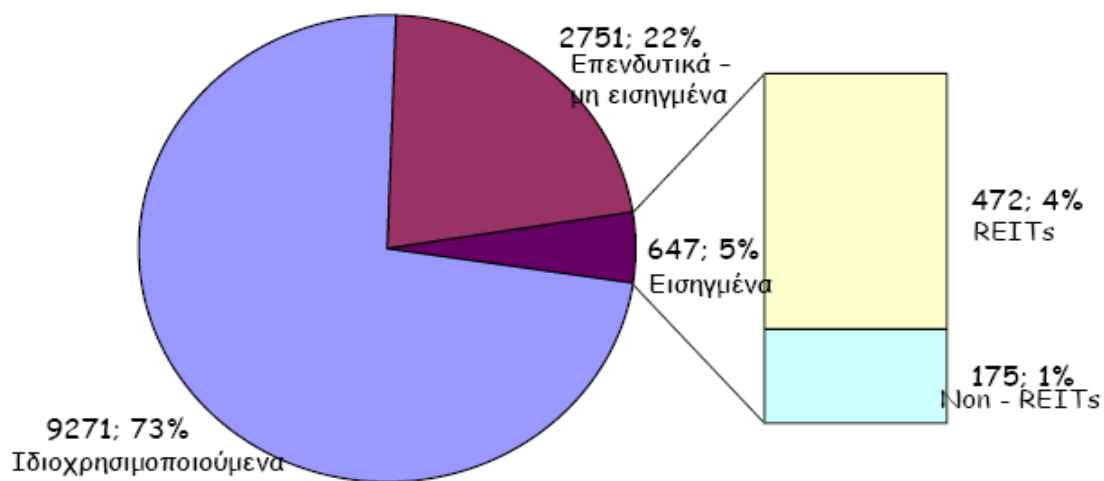
Από πλευράς αγοράς, τα REITs αποτελούν, προς το παρόν, σχετικά μικρό κομμάτι των συνολικών επενδύσεων σε commercial real estate, το 13% περίπου. Όμως, ο ρυθμός ανάπτυξής τους είναι ιδιαίτερα σημαντικός τα τελευταία χρόνια, γεγονός που δείχνει τη μελλοντική τους κυριαρχία στις επενδυτικές αγορές της ακίνητης περιουσίας παγκοσμίως.



Στο διάγραμμα που ακολουθεί, γίνεται μια απεικόνιση σχετικά με το πώς διαμορφώνεται σήμερα η παγκόσμια αγορά του εμπορικού (commercial) real estate. Τα ποσά δίνονται σε δις δολάρια:

Διάγραμμα 13 : Παγκόσμια αγορά εμπορικού real estate

EUROBANK Real Estate, REITs : Διεθνές και Ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας(2006)

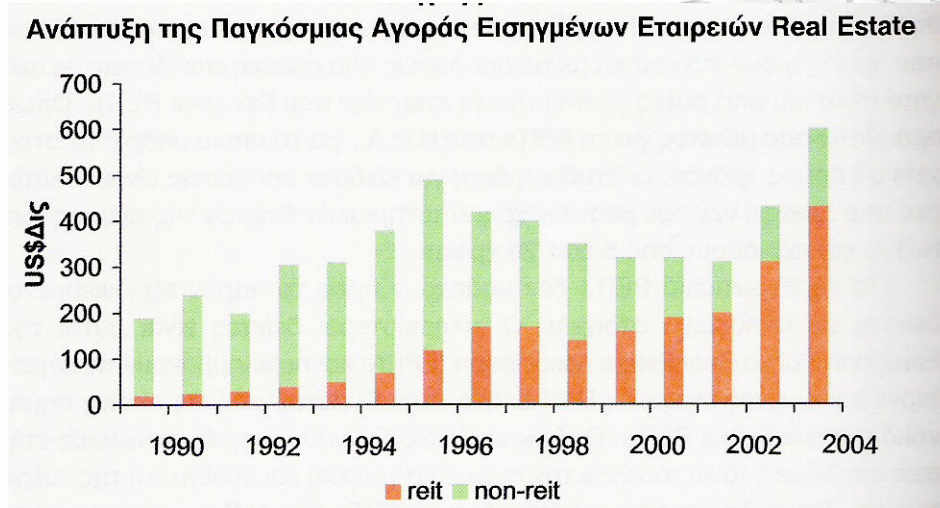


Όπως φαίνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί, στις αρχές της δεκαετίας του 1990 τα REITs αντιπροσώπευαν μόνο το 10% περίπου της αξίας των εισηγμένων εταιρειών real estate. Στα τέλη του 2005, η συνολική αγορά των εισηγμένων υπερτριπλασιάστηκε, αλλά η συμμετοχή των REITs σε αυτή ανέβηκε από 10% σε 75% περίπου, καταδεικνύοντας την τάση κυριαρχίας που προαναφέρθηκε.



Διάγραμμα 14 : Ανάπτυξη της Παγκόσμιας Αγοράς Εισηγμένων Εταιρειών Real Estate

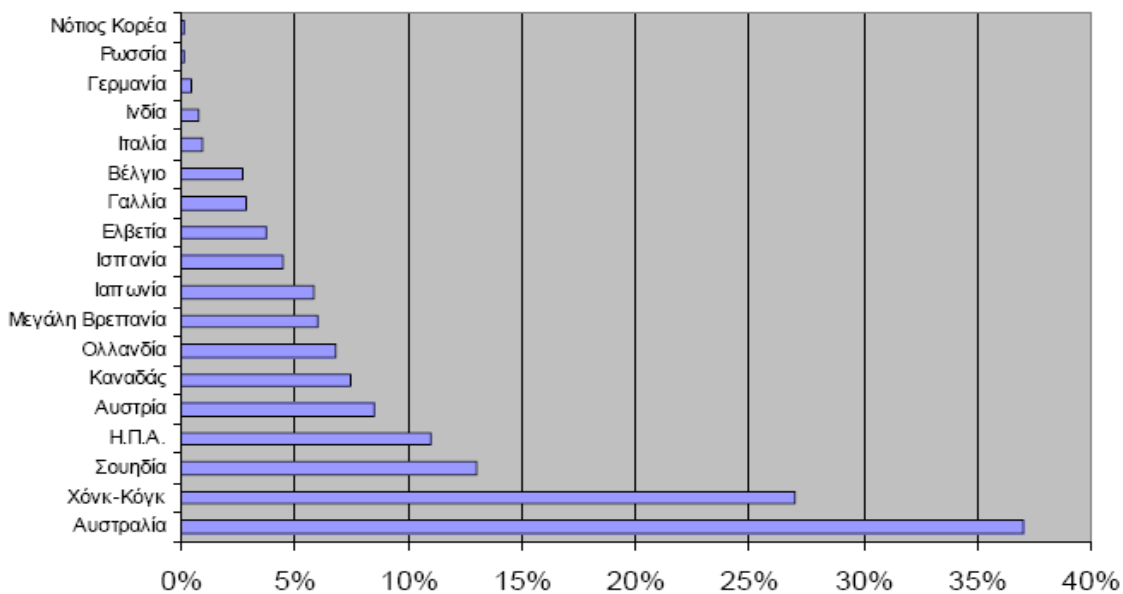
Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες



Διάγραμμα 15: "Εισηγμένο" Real Estate ανά Χώρα

Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες

"Εισηγμένο" Real Estate ανά χώρα



Στο διάγραμμα 15 εμφανίζεται η παγκόσμια κατανομή των εισηγμένων REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας (market capitalization). Η κοιτίδα των REITs, η Β.Αμερική, κατέχει όπως είναι φυσικό τη μερίδα του λέοντος με 66% της παγκόσμιας αγοράς. Ακολουθούν με ίσα ποσοστά (13%) Ασία και Αυστραλία, με την τελευταία να έχει εντυπωσιακή επίδοση, λαμβάνοντας υπόψη το συνολικό μέγεθός της.

Η Ευρώπη υστερεί αισθητά προς το παρόν (με μόλις 8%), αν και οι ρυθμοί εξάπλωσης των REITs είναι μεγαλύτεροι συγκριτικά με τις άλλες αγορές λόγω κυρίως της εντυπωσιακής ανάπτυξης των REITs στη Γαλλία, με ιστορικό μιας μόλις διετίας από την εισαγωγή του σχετικού θεσμικού πλαισίου ο χάρτης των REITs στην Ευρώπη περιλαμβάνει σήμερα εκτός από τη Γαλλία, την Ολλανδία (πρωτοπόρα στο θεσμό των REITs από το 1970), το Βέλγιο, και βέβαια, την Ελλάδα.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί ότι στη Βαλκανική υπάρχουν άλλες δύο χώρες με το θεσμό των REITs: η Τουρκία και η Βουλγαρία που εισήγαγε πρόσφατα το σχετικό πλαίσιο και αναμένεται σύντομα να ιδρυθούν οι πρώτες εταιρείες.

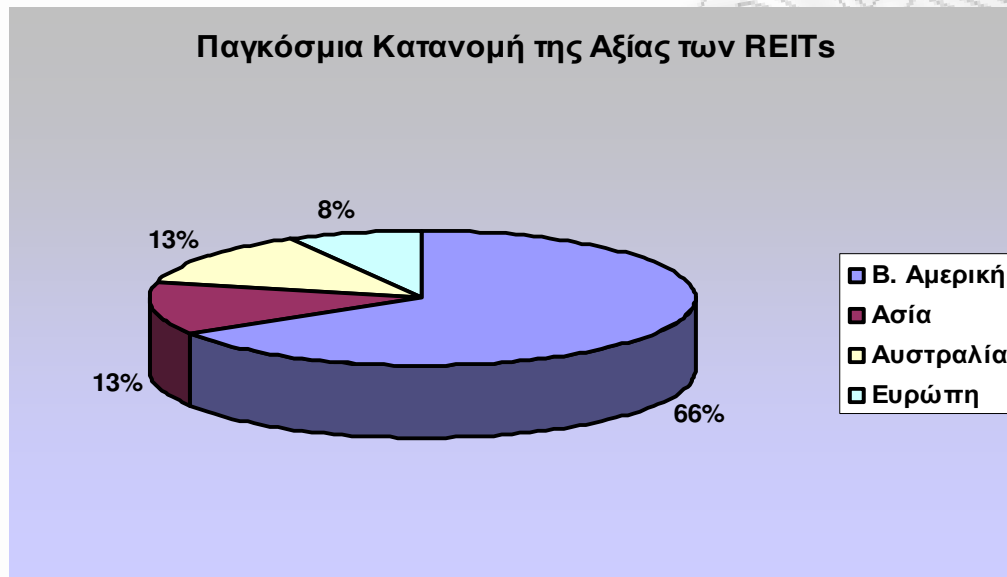
Στο διάγραμμα εμφανίζεται η σημερινή εικόνα της Ευρωπαϊκής αγοράς των REITs με τη Γαλλία και την Ολλανδία να κατέχουν μαζί το 88% της συνολικής αγοράς με κεφαλαιοποίηση €23,5 δις και €13,6 δις αντίστοιχα, και από τις τρεις υπόλοιπες αγορές, την Ελλάδα μόλις να αναδύεται.

Άλλες τρεις χώρες, η Ιταλία, η Ισπανία και η Αυστρία, έχουν σήμερα θεσμικό πλαίσιο για επενδύσεις σε ακίνητα, που σε κάποια χαρακτηριστικά του μοιάζει με το πλαίσιο των REITs, χωρίς όμως να είναι, με την Ιταλία να ετοιμάζει σχετικό πλαίσιο που αναμένεται να τεθεί σε ισχύ εντός του 2007.



Διάγραμμα 16: Παγκόσμια Κατανομή της Αξίας των REITs

Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες



Η διαφορά όμως στην Ευρωπαϊκή αγορά των REITs αναμένεται να προέλθει από την εισαγωγή του σχετικού πλαισίου στη Μεγάλη Βρετανία και Γερμανία. Με συντηρητικές εκτιμήσεις, η κεφαλαιοποίηση των REITs στις δυο αυτές αγορές αναμένεται να ξεπεράσει τα €100 δις την επόμενη πενταετία, αναδεικνύοντας την Ευρωπαϊκή αγορά, την αμέσως μεγαλύτερη μετά από αυτή της Β.Αμερικής.



Διάγραμμα 17: Κατανομή της Ευρωπαϊκής Αγοράς των REITs

Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες



Ο Πίνακας 6 εμφανίζει τα δέκα μεγαλύτερα REITs στην Ευρώπη, με την κυριαρχία όπως φαίνεται των Ολλανδικών και Γαλλικών εταιρειών. Με στοιχεία τέλους 2004, το μέσο τους μέγεθος ήταν €3,2 δις, με τις μεγάλες όμως εταιρείες του κλάδου να έχουν μέγεθος περίπου διπλάσιο. Η τρίτη στήλη του πίνακα εμφανίζει το ύψος δανεισμού τους, που σε μέσο όρο δεν ξεπερνά το 40% με σχετικά χαμηλή διακύμανση μεταξύ των εταιριών, αφού ο ελάχιστος δανεισμός είναι της τάξης του 30% και ο μέγιστος της τάξης του 50%. Οι μέσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου (portfolio yield) είναι 7,4%, ενώ οι αντίστοιχες σταθμισμένες (βάσει της αξίας των εταιρειών) αποδόσεις δε διαφέρουν σημαντικά (7,3%). Αντίστοιχα οι μέσες εισοδηματικές αποδόσεις για τους επενδυτές είναι 5,4% με τις αντίστοιχες σταθμισμένες να είναι 5,1%.



Πίνακας 6 : Τα 10 μεγαλύτερα Ευρωπαϊκά REITs

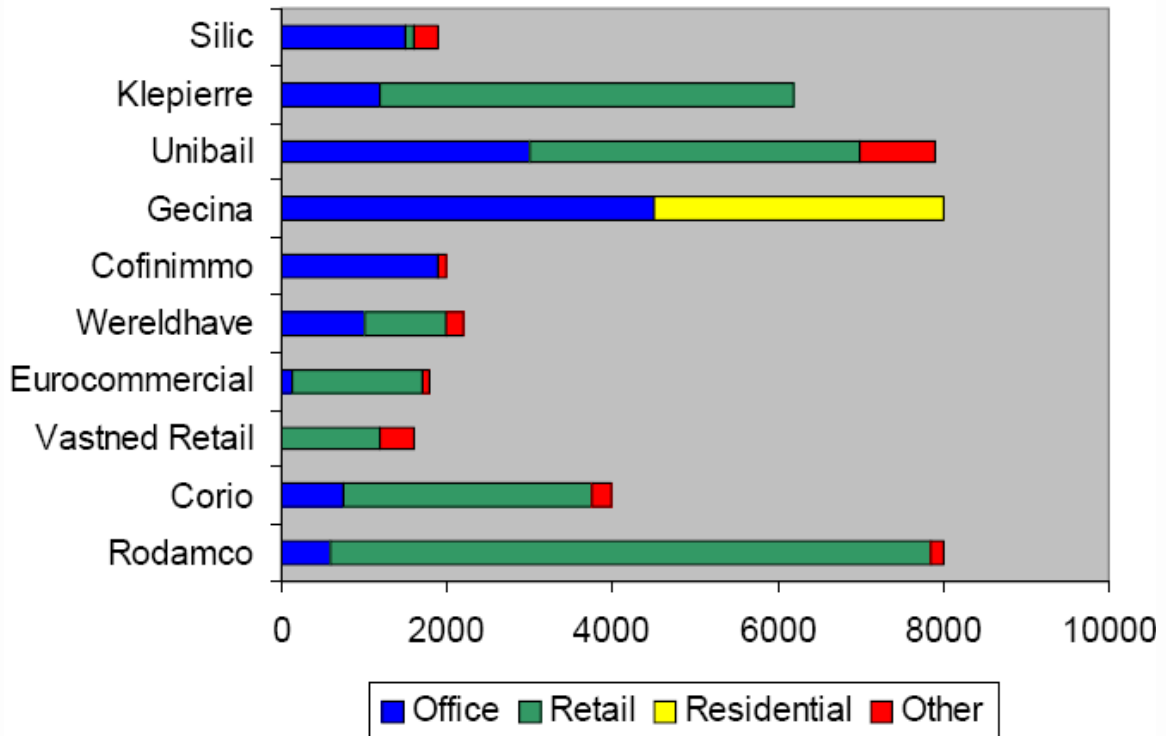
Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες

Εταιρείες	Χώρα	Κεφαλαιοποίηση	Δανεισμός (%)	Μερισματική απόδοση (%)
Rodamco	Ολλανδία	7.713	36	5,13
Gecina	Γαλλία	6.408	35	5,04
Unibail	Γαλλία	6.463	42	4,06
Klepierre	Γαλλία	4.446	48	3,54
Corio	Ολλανδία	3.968	43	5,47
Wereldhave	Ολλανδία	1.817	34	5,81
Silic	Γαλλία	1.553	31	4,32
Cofinimmo	Βέλγο	1.460	52	5,85
Eurocommercial	Ιταλία	1.108	35	5,61
Vastned Retail	Ολλανδία	988	36	6,02
Σύνολο		35.924	-	-
Μέσος όρος		3.592	39,2	5,09

Στο επόμενο Διάγραμμα, εμφανίζεται η σύνθεση των χαρτοφυλακίων ακινήτων των κορυφαίων ευρωπαϊκών REITs, από όπου φαίνεται ότι τα περισσότερα επενδύουν διακλαδικά, με έμφαση στου κλάδους γραφείων (office) και καταστημάτων (retail). Ο δεύτερος κλάδος κυριαρχεί λόγω καλύτερων αποδόσεων τα τελευταία χρόνια στις πεισσότερες ευρωπαϊκές χώρες.



Διάγραμμα 18: Σύθεση χαρτοφυλακίων ακινήτων των Ερωπαϊκών REITs
 Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες





9.2 REITs : ΤΟ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

Στον Πίνακα 7 εμφανίζεται το πλαίσιο λειτουργίας των REITs σε Β. Αμερική, Ασία και Αυστραλία, δηλαδή στις εκτός Ευρώπης αγορές. Τα παλαιότερα REITs είναι αυτά των Ηνωμένων Πολιτειών και με διαφορά ακολουθούν αυτά της Αυστραλίας, ενώ τα πιο πρόσφατα ιδρύθηκαν στο Χονκ Κονγκ. Η διαχείριση είναι υποχρεωτικά εσωτερική μόνο στον Καναδά.

Από πλευράς επενδυτικών περιορισμών, οι επενδύσεις σε ακίνητα σε κάθε REIT πρέπει να ξεπερνούν το 70% τουλάχιστον, ενώ ειδικά στο Χονκ Κονγκ πρέπει να είναι 100% χωρίς καμία άλλου είδους επένδυση. Σε όλες τις χώρες επιτρέπονται επενδύσεις σε ακίνητα και στο εξωτερικό, ενώ οι δυνατότητες ανάπτυξης ακινήτων επιτρέπονται χωρίς περιορισμούς σε Η.Π.Α., Καναδά και Αυστραλία. Επίσης, στις χώρες αυτές και την Ιαπωνία επιτρέπεται ο δανεισμός χωρίς περιορισμούς, ενώ σε όλες τις χώρες τα διανεμόμενα μερίσματα είναι κατ' ελάχιστον το 85% των διανεμητέων κερδών.

Επίσης, με την εξαίρεση των Η.Π.Α. και της Αυστραλίας, τα REITs είναι υποχρεωτικά εισηγμένα στις τοπικές χρηματαγορές και φυσικά όλα έχουν ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς, που αφορά κυρίως στη μη φορολόγηση των εισοδημάτων τους από τις επενδύσεις τους σε ακίνητα.

Πίνακας 7: Συγκριτικό πλαίσιο λειτουργίας των REITs στις χώρες εκτός Ευρώπης

Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες

Χώρα	Η. Π. Α.	ΚΑΝΑΔΑΣ	ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	ΧΟΝΓ ΚΟΝΓΚ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ
Έτος Ίδρυσης	1960	1994	2002	2003	2000	1985
Όνομασία	US REIT	MFT	S-REIT	HK - REIT	JREIT	LPT
Διαχείριση	Εσωτερική ή εξωτερική	Εσωτερική	Εξωτερική	Εσωτερική ή εξωτερική	Εξωτερική	Εσωτερική ή εξωτερική
Επενδύσεις σε ακίνητα	>75%	>80%	>70%	100%	>75%	>50% του εισοδήματος από ενοίκια
Επενδύσεις στο εξωτερικό	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Ανάπτυξη	ΝΑΙ	ΝΑΙ	20%	ΟΧΙ	50%	ΝΑΙ
Όριο δανεισμού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς	35% του ενεργητικού	35% του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς
Μερίσματα	>90% του φορολογητέου εσόδου μετά τις αποσβέσεις	85% των διανεμητέων διαθεσίμων (προ αποσβέσεων)	100% του φορολογητέου εσόδου (χωρίς αποσβέσεις)	>90% των κερδών μετά από φόρους (όχι αποσβέσεις)	>90% του φορολογητέου εσόδου μετά τις αποσβέσεις	100% του φορολογητέου εσόδου μετά τις αποσβέσεις
Closed ended	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Εισηγμένα/Μη εισηγμένα	Και τα δύο	Εισηγμένα	Εισηγμένα	Εισηγμένα	Εισηγμένα	Και τα δύο
Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ

Ο επόμενος πίνακας εμφανίζει την αντίστοιχη με τα παραπάνω συγκριτική εικόνα για τις κύριες Ευρωπαϊκές αγορές, συμπεριλαμβανομένων στοιχείων από το πλαίσιο που αναμένεται να τεθεί σε ισχύ στη Μ. Βρετανία. Στον εν λόγω πίνακα εμφανίζεται για λόγους πληρότητας της συγκριτικής παρουσίασης και η Ελλάδα.

Τα παλαιότερα ευρωπαϊκά REITs είναι αυτά της Ολλανδίας, που είναι και τα μόνα με υποχρεωτική εσωτερική διαχείριση. Οι επενδύσεις σε ακίνητα αποτελούν και εδώ τη μεγάλη πλειοψηφία (άνω του 75%), ενώ μόνο στο Βέλγιο δεν επιτρέπονται οι επενδύσεις στο εξωτερικό.



Ιδιαίτερα περιοριστικό είναι το πλαίσιο ως προς τις δυνατότητες ανάπτυξης ακινήτων σε όλες τις υφιστάμενες ευρωπαϊκές αγορές των REITs, με μεγαλύτερη ευελιξία να αναμένεται στη Μ. Βρετανία. Στο θέμα του δανεισμού, αντίθετα, υπάρχει αρκετά μεγάλη ευελιξία ιδιαίτερα στη Γαλλία, όπου δεν υπάρχουν καθόλου περιορισμοί. Η διανομή υψηλών μερισμάτων ως ποσοστό των προς διάθεση κερδών είναι ένα κοινό χαρακτηριστικό όλων σχεδόν των REITs παγκοσμίως και τα Ευρωπαϊκά REITs δεν αποτελούν εξαίρεση, διανέμοντας κατ' ελάχιστον το 80% των κερδών τους και στην περίπτωση της Ολλανδίας το 100%.

Τα περισσότερα και μεγαλύτερα REITs στην Ευρώπη, όπως αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω, είναι εισηγμένα, κάτι που είναι υποχρεωτικό για Βέλγιο και Γαλλία και προαιρετικό για την Ολλανδία. Τέλος, όπως και όλα τα REITs παγκοσμίως, τα Ευρωπαϊκά REITs έχουν και αυτά ιδιαίτερα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς που αφορά κυρίως στη φορολογία του εισοδήματός τους.



Πίνακας 8: Συγκριτικό πλαίσιο λειτουργίας των REITs στις χώρες της Ευρώπης

Πηγή: Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες

Χώρα	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΒΕΛΓΙΟ	ΓΑΛΛΙΑ	Μ. ΒΡΕΤΤΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
Έτος Ίδρυσης	1970	1990	2003	αναμένονται	1999
Ονομασία	ΒΙ	SICAFI	ΙΙC	-	ΑΕΕΑΠ
Διαχείριση	Εσωτερική	Εσωτερική ή εξωτερική	Εσωτερική ή εξωτερική	Εσωτερική ή εξωτερική	Εσωτερική ή εξωτερική
Επενδύσεις σε ακίνητα	100%	100%	Ευελίξια	>75%	>80%
Επενδύσεις στο εξωτερικό	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Ανάπτυξη	Ελάχιστη	Ελάχιστη	ΟΧΙ	ΝΑΙ	25%
Όριο δανεισμού	60% των επενδύσεων σε ακίνητα	50% του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	Ίσως υπάρξουν περιορισμοί	25% με περιορισμούς
Μερίσματα	100% των κερδών	80% του φορολογητέου εισοδήματος μετά τα έξοδα δανεισμού	85% του φορολογητέου εσόδου από ενοίκια, 50% των capital gains	95% των ενοικίων (μετά τις επιτρεπόμενες απαλλαγές)	>35%
Closed ended	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Εισηγμένα/Μη εισηγμένα	Και τα δύο	Εισηγμένα	Εισηγμένα	Πιθανόν και τα δύο	Εισηγμένα
Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ



9.3 Η ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ REITs ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Καθώς η επένδυση σε παγκόσμια βάση καθίσταται μία συνήθης πρακτική, αξίζει να σημειωθεί ότι η συνολική αξία των REITs που είναι εισηγμένα στα χρηματιστήρια αντιπροσωπεύει ένα μικρό ποσοστό της συνολικής προσφοράς ακινήτων, καθώς προσεγγίζει μόλις το 7%.

Οι συλλογικές μορφές επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, με δομή που μοιάζει σε σημαντικό βαθμό με τα REITs, βρίσκονται στα πρώιμα στάδια ανάπτυξής τους σε αρκετές περιοχές. Επιπλέον, ένα σημαντικό μέρος της προσφοράς ακινήτων δεν έχει ακόμη εισαχθεί μέσω εταιρειών στα χρηματιστήρια.

Σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα 9, η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών ανέρχεται στο 7,2% της συνολικής αξίας της ακίνητης περιουσίας παγκοσμίως, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό ως προς τη χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών φτάνει το 2,7%.

Τα υψηλότερα ποσοστά εντοπίζονται στη Βόρειο Αμερική (ΗΠΑ, Καναδάς) και στην Ασία, με την Ευρώπη να μένει αρκετά πίσω.



Πίνακας 9: Εισηγμένες εταιρείες real estate ως ποσοστό της συνολικής προσφοράς ακινήτων και της κεφαλαιοποίησης των χρηματιστηρίων

Countries	Total Real Estate (\$ Bn)	Total Listed Real Estate (\$ Bn)	Quoted RE Sector as a % Of Total Real Estate	Total Stock Market (\$ Bn)	Real Estate as a % Of Total Stock Mkt
United Kingdom	1,043	63.2	6.1%	3,053	2.1%
France	803	23.7	3.0%	1,861	1.3%
Spain	396	17.8	4.5%	670	2.7%
Netherlands	240	15.8	6.6%	342	4.6%
Sweden	135	15.5	11.5%	419	3.7%
Austria	115	9.2	8.0%	141	6.5%
Germany	1,094	7.6	0.7%	1,286	0.6%
Italy	657	6.1	0.9%	812	0.8%
Switzerland	144	5.4	3.8%	797	0.7%
Belgium	137	3.8	2.8%	283	1.3%
Norway	100	1.9	1.9%	202	0.9%
Denmark	95	1.7	1.8%	184	0.9%
Luxembourg	12	1.5	12.5%	25	6.0%
Finland	73	1.3	1.8%	213	0.6%
Turkey	62	1.1	1.8%	161	0.7%
Poland	64	1.0	1.6%	95	1.1%
Greece	78	0.6	0.8%	142	0.4%
Russia	112	0.5	0.4%	545	0.1%
Hungary	28	0.1	0.4%	33	0.3%
Ireland	70	-	N/A	107	N/A
Portugal	59	-	N/A	71	N/A
Czech Republic	31	-	N/A	41	N/A
Romania	13	-	N/A	16	N/A
Ukraine	9	-	N/A	21	N/A
Slovakia	10	-	N/A	5	N/A
Slovenia	11	-	N/A	7	N/A
Bulgaria	5	-	N/A	4	N/A
Total Europe	5,596	177.8	3.2%	11,536	1.5%
Japan	1,967	116.2	5.9%	4,950	2.3%
Australia	232	83.0	35.8%	706	11.8%
Hong Kong/China	289	74.2	25.7%	1,470	5.0%
Singapore	87	21.8	25.1%	246	8.9%
Malaysia	29	7.0	24.1%	179	3.9%
Taiwan	113	5.1	4.5%	515	1.0%
Philippines	13	4.9	37.7%	40	12.3%
Thailand	31	3.5	11.3%	120	2.9%
New Zealand	35	2.4	6.9%	38	6.3%
Indonesia	38	1.4	3.7%	81	1.7%
South Korea	237	0.9	0.4%	695	0.1%
India	79	0.6	0.8%	546	0.1%
Vietnam	5	-	N/A	0	-
Total Asia-Pacific	3,155	321.0	10.2%	9,586	3.3%
Brazil	127	0.6	0.5%	460	0.1%
Argentina	38	0.6	1.6%	70	0.9%
Chile	23	0.4	1.7%	131	0.3%
Mexico	199	0.1	N/A	251	N/A
Peru	14	0.1	0.7%	25	0.4%
Venezuela	26	-	N/A	6	N/A
Colombia	18	-	N/A	42	N/A
Total Latin America	445	1.8	0.4%	985	0.2%
United States	4,991	525.1	10.5%	15,708	3.3%
Canada	395	29.9	7.6%	1,275	2.3%
Total Nth America	5,386	555.0	10.3%	16,983	3.3%
World	14,582	1055.6	7.2%	39,090	2.7%

Source: EPRA and Citigroup Investment Research, as of December 31, 2005.

9.4 ΟΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ REAL ESTATE ΣΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ 2007

Εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις προσέφεραν οι μετοχές των εταιρειών real estate παγκοσμίως το τελευταίο 12μηνο, σύμφωνα με ανάλυση στοιχείων από τους σχετικούς δείκτες *S&P/Citigroup* σε μελέτη που δημοσιεύθηκε στις 09/01/2007 καθώς και από την ετήσια έκθεση της *ING Real Estate Global Vision (January 2007)*.

Υπολογίζεται ότι η μέση παγκόσμια απόδοση των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων το 2006 έφτασε το 40,5%, ενώ σε ό,τι αφορά τα επενδυτικά σχήματα τύπου REITs, η μέση απόδοση ήταν 32,8%.

Πρωταθλήτριες στα κέρδη ήταν οι ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές, με την Ελλάδα να καταλαμβάνει περίοπτη θέση μεταξύ των πρωταγωνιστών στην συμπεριφορά των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων στα κατά τόπους "ταμπλό". Σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, οι μετοχές των εταιρειών ακινήτων προσέφεραν απόδοση 73% και αυτές των REITs 62%.

Οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Βαρσοβίας εταιρείες απέδωσαν τα περισσότερα κέρδη (132%), ενώ ακολούθησαν οι ελληνικές εισηγμένες με απόδοση 102%. Μεγάλα κέρδη εμφάνισαν και οι αγορές της Ισπανίας (96,5%), της Γαλλίας (63%), της Φιλανδίας (58,5%), της Βρετανίας (47,5%) και της Γερμανίας (47%). Σε επίπεδο REITs πλέον αποδοτικές αποδείχθηκαν οι αγορές της Γαλλίας (63,5%) και της Ολλανδίας (35%).

Σύμφωνα με την επεξεργασία των δεικτών *S&P/CitiGroup BMI Property Indices* από το *ResearchWorldwide.com*, με βάση τις αποδόσεις των μετοχών ακινήτων (σε εθνικό νόμισμα) το παγκόσμιο top – 10 απαρτίζεται από τις αγορές της Κίνας (141%), της Πολωνίας (132%), της Ελλάδας (102%), της Ισπανίας (96,5%), της Σιγκαπούρης (68%), της Γαλλίας (63,5%), του Ισραήλ (59%), της Φιλανδίας



(58,5%), της Ταϊβάν (57%) και της Ταϊλάνδης (52%).

Στην μεγαλύτερη αγορά εισηγμένων εταιρειών real estate, αυτή των ΗΠΑ, η μέση απόδοση των REITs έφτασε το ποσοστό του 30,6% και γενικά των εισηγμένων το 29,9%. Μόνο στις αγορές της Αφρικής και της Μέσης Ανατολής οι εταιρείες ακινήτων δεν προσέφεραν αξιόλογες αποδόσεις, με τους σχετικούς δείκτες για την ευρύτερη αυτή περιοχή να δίνουν κέρδη μόλις 0,8% σε ετήσια βάση για το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών και απώλειες 2,75% σε επίπεδο REITs.

Γενικότερα πάντως, σημαντικότερα κέρδη που σε ορισμένες αναπτυσσόμενες χρηματιστηριακές αγορές ξεπερνούν ακόμα και το 35% προσφέρουν ήδη από την αρχή του έτους οι εισηγμένες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο του real estate, ενώ και η μέση απόδοση όλων των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων παγκοσμίως είναι θετική και φτάνει το 5,9% κατά το πρώτο τρίμηνο του 2007.

Η άνοδος αυτή έρχεται μετά από μία συνολική απόδοση ύψους 40,5% που προσέφερε ο κλάδος των εισηγμένων εταιρειών real estate το 2006 (με βάση τιμές μετοχών σε αμερικάνικο δολάριο).

Σε περιφερειακό επίπεδο, οι αγορές της Λατινικής Αμερικής με απόδοση 16,3% στο α' τρίμηνο του έτους, της Μέσης Ανατολής και Αφρικής με κέρδη 16,1% και της περιοχής Ασίας – Ειρηνικού με απόδοση 11,1% είχαν την θετικότερη συμπεριφορά, ενώ στη Βόρειο Αμερική η απόδοση περιορίστηκε στο 2,9% και στην Ευρώπη στο 2,6%.

Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία των δεικτών S&P/Citigroup BMI Property Indices, η παγκόσμια απόδοση του 5,9% είναι ελαφρώς υψηλότερη της απόδοσης των REITs που έφτασε το 5,1%.



Σε επίπεδο χώρας και με βάση τα τοπικά νομίσματα, η μεγαλύτερη απόδοση καταγράφηκε στην αγορά της Αιγύπτου με κέρδη 38,1% και ακολούθησαν η Μαλαισία με απόδοση 35,7%, Πολωνία με 28,3%, η Χιλή με 27,6%, η Σιγκαπούρη με 21,4%, η Ιαπωνία με 20,8%, η Φιλανδία με 16,5%, η Νότιος Αφρική με 13,9%, η Αργεντινή με 13,5% και η Γαλλία με 12,2%.

Ωστόσο, δεν είχαν όλες οι χώρες θετικές αποδόσεις. Οκτώ εκ των 32 που μελετώνται από τους S&P/Citigroup BMI Property Indices κατέγραψαν απώλειες, μεταξύ τους και η Ελλάδα με πτώση 3,3% στο πρώτο τρίμηνο του 2007. Οι μεγαλύτερες απώλειες παρατηρήθηκαν στο ισπανικό χρηματιστήριο με μέση πτώση 13,4% και ακολούθησαν οι αγορές της Ταϊλάνδης (-4,5%), της Ταϊβάν (-4,3%), της Βρετανίας (-4,1%), της Ελλάδας (-3,3%), της Αυστραλίας (-2,3%), της Γερμανίας (-1,0%) και της Κίνας (-0,2%).

Σε επίπεδο REITs, οι μεγαλύτερες αποδόσεις καταγράφηκαν στην αγορά του Τόκιο της Ιαπωνίας με κέρδη 25,1% και ακολούθησαν το Χονγκ Κονγκ (11,5%), η Νότιος Αφρική (14,4%), η Γαλλία (11,5%) και η Σιγκαπούρη (9,8%). Μόνο τα αυστραλιανά REITs είχαν αρνητική απόδοση με πτώση 3,2%.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

ΤΟ REAL ESTATE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

ΑΕΕΑΠ: ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ REITs





10.1 ΟΡΙΣΜΟΣ - ΓΕΝΙΚΑ

Η ελληνική εκδοχή των REITs είναι οι **Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ)**. Με το **N 2778/1999/A-295** (Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρ. Επενδύσεων ΦΕΚ Α'295/30.12.99 ΝΟΜΟΣ ΥΠ'ΑΡΙΘ.2778 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις), επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Σκοπός του νομοθετήματος κυρίως, υπήρξε η αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων. Η συγκέντρωση κεφαλαίων για τη συλλογική αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας παρασχέθηκε από το νόμο διπλά σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια και σε καταστατικής μορφής, τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Ορισμός: *Η εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΕΕΑΠ) είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας (Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, 2006)*

Η λειτουργία του θεσμού αυτού εγκαινιάσθηκε με τη δημιουργία της πρώτης ανώνυμης εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) στην Ελλάδα, της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται πλέον στο ΧΑ, της «Πειραιώς ΑΕΕΑΠ» και ακολούθησε η Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ.

Η εισαγωγή αλλά και η ενεργοποίηση του συγκεκριμένου θεσμού, σε μια στιγμή που ο κλάδος του Real Estate αναπτυσσόταν, αποτέλεσε ένα χρηστικό εργαλείο για την ενδυνάμωσή του και την παρουσία ενός επενδυτικού προνομίου, όχι αγνώστου στο επενδυτικό κοινό άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και διεθνώς. Στη χώρα μας, η οποία διαθέτει αναπτυσσόμενη κτηματαγορά και χαρακτηρίζεται από υψηλά ποσοστά φορολογικής επιβάρυνσης στην ακίνητη



περιουσία, ο θεσμός αυτός προσδιορίστηκε στην επένδυση σε «έτοιμα» επαγγελματικά ακίνητα και κυρίως στην ιδιαίτερα ευνοϊκή φορολογική μεταχείρισή τους. Αντίθετα τα θέματα της μετοχικής και χρηματοοικονομικής διάρθρωσης θα αντιμετωπισθούν σε μεταγενέστερο χρόνο, λαμβάνοντας υπόψη και την εμπειρία των εταιρειών που ήδη λειτουργούν και θα λειτουργήσουν ως ΕΕΑΠ.

Αν και ο νόμος διατρέχει την περίοδο αξιολόγησής του, αναντίρρητα, οι πρώτες επ' αυτού τροποποιήσεις με τον 2992/2002, το υφιστάμενο σχετικό νομοθετικό πλαίσιο, σε συνδυασμό με τις εκδοθείσες ρυθμιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που σίγουρα χρήζει ανάγκη συμπληρώσεως και βελτιώσεων, αλλά και η εποπτική διαδικασία στην οποία υποβάλλεται η λειτουργία των εταιρειών αυτών, καθιστούν σήμερα τις ΕΕΑΠ ως ένα από τα πιο ελκυστικά επενδυτικά εργαλεία και διαμορφώνουν ένα θεσμό με κύρος, που θα λειτουργήσει προς όφελος των επενδυτών, δίνοντας τη δυνατότητα στο ευρύ κοινό να συμμετάσχει σε μια συλλογική επένδυση και σ' ένα προϊόν, που μπορεί να χαρακτηριστεί σαν ένα «σύνθετο ομόλογο», από πλευράς σταθερότητας της απόδοσης, που προσφέρει.

Σήμερα, ήδη είναι ορατή η τάση ποιοτικής αναβάθμισης στον τομέα της ανάπτυξης των ακινήτων, της οργάνωσης και παροχής υπηρεσιών στο χώρο του real estate, όπως επίσης φανερό είναι η είσοδος και η ενεργοποίηση νέων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά. Ξένοι θεσμικοί επενδυτές (Pricoa, Pradera, Klepierre, LaSalle Inv.), πρόσφατα δηλώνουν δειλά το παρόν και την τροφοδοτούν με στοιχεία απαραίτητα για την ανάπτυξή της. Στο πλαίσιο αυτό, οι ΕΕΑΠ και τα αμοιβαία ακινήτων έρχονται να ξεπεράσουν τον εγχώριο και διεθνή ανταγωνισμό και να λειτουργήσουν εξυγιαντικά στο χώρο της ακίνητης περιουσίας. Παράλληλα, είναι σαφές πως σε περίπτωση που οι στόχοι των συλλογικών αυτών επενδύσεων δεν μπορέσουν να εκπληρωθούν εγχώρια, οι οργανισμοί αυτοί δύνανται να στραφούν στο εξωτερικό και ιδιαίτερα στις χώρες του ευρωπαϊκού χώρου, στις οποίες και μπορούν να επενδύσουν με τα ίδια πλεονεκτήματα όπως και στην Ελλάδα.

Σίγουρα η έναρξη του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων καταστατικής μορφής μπορεί να σηματοδοτείται από την εμπειρία της πρώτης ΕΕΑΠ, αλλά η δημιουργία και άλλων τέτοιων οργανισμών θα προσδώσει ενδιαφέρον σε μια αγορά αναπτυσσόμενη, που δεν εξαντλείται στα όρια των Αθηνών, παρά το γεγονός ότι η πόλη εξακολουθεί να αποτελεί το κέντρο της αγοράς του real estate στην Ελλάδα, λόγω των μεγάλων έργων υποδομής, που δημιουργήθηκαν στα πλαίσια των Ολυμπιακών αγώνων.

Η δυνατότητα, που παρέχεται από το νόμο για την απόκτηση ακινήτων μέσα στην ευρωπαϊκή αγορά θα απομακρύνει πιθανά τον κίνδυνο της εξάντλησης των «ποιοτικών αποθεμάτων» σε ακίνητα, αλλά και πάλι μπορεί να λειτουργήσει, σαν μοχλός ανάπτυξης για τη δημιουργία νέων ποιοτικών ακινήτων. Η ανάπτυξη όμως του θεσμού αυτού δεν είναι άμοιρη και δεν μπορεί να υπάρξει σε βάθος χρόνου ξέχωρη από μια γενική πολιτική υποστήριξης δομών και θεσμών που τη συνθέτουν και λειτουργούν παράπλευρα και υποστηρικτικά.



10.2 ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ

Το μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχει ελάχιστο ύψος 29.347.029 ευρώ (100.000.000.000 δρχ.), που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Οι μετοχές των εταιρειών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές, ενώ απαγορεύεται η έκδοση ιδρυτικών τίτλων.

Οι επενδύσεις της ΑΕΕΑΠ

Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται:

- Σε ποσοστό τουλάχιστον 70% σε ακίνητη περιουσία
- Σε κινητές αξίες μέχρι 10%
- Σε άλλα κινητά πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρεία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να ξεπεράσουν το 10% αυτών κατά την απόκτησή τους.

Σημειώνεται ότι τα ακίνητα στα οποία επενδύουν, μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό. Τα ακίνητα αυτά μπορούν επίσης να είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή. Στην προκειμένη περίπτωση όμως, τα έξοδα αποπεράτωσης δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 25% της αξίας του ακινήτου, όπως αυτό θα διαμορφωθεί μετά την αποπεράτωση ή από την επισκευή.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι στην έννοια των ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται τα οικόπεδα. Η βούληση του νομοθέτη είναι οι ΑΕΕΑΠ να αναλαμβάνουν αποκλειστικά τον κίνδυνο της κτηματαγοράς και όχι τον κίνδυνο της ανάπτυξης ακινήτων (Land Development).



Εισαγωγή των μετοχών σε οργανωμένη αγορά

Η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών εντός ενός έτους από την σύστασή της. Εάν αυτό δεν συμβεί, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια λειτουργίας της και η εταιρεία τίθεται υπό εκκαθάριση. Η υποχρέωση αυτή διασφαλίζει τη ρευστότητα της επένδυσης.

Θεματοφύλακας

Οι επενδύσεις της εταιρείας, με εξαίρεση αυτές που αποτελούν την ακίνητη περιουσία της, κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα, που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα με φυσική εγκατάσταση. Ο έλεγχος της νομιμότητας της διαχείρισης της εταιρείας ασκείται από τη γενική συνέλευση των μετόχων της και όχι από τον Θεματοφύλακα.

Εξαμηνιαία Κατάσταση Επενδύσεων

Η εταιρεία δημοσιεύει στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση των επενδύσεων των διαθεσίμων της, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων βασίζεται σε έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών και ελέγχεται από ορκωτό ελεγκτή λογιστή. Υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και δημοσιεύεται σε δύο ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες των Αθηνών.

Διανομή Κερδών

Η εταιρεία υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το 35% των ετήσιων καθαρών κερδών της. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης επιτρέπεται ο σχηματισμός τακτικού αποθεματικού.

Φορολόγηση ΑΕΕΑΠ

Οι εκδιδόμενες μετοχές από ΑΕΕΑΠ, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων από την εταιρεία, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου και γενικά



τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς την εταιρεία επενδύσεων απαλλάσσονται κατά ποσοστό 20% από τον εκάστοτε φόρο μεταβίβασης. Οι ΑΕΕΑΠ υποχρεούνται να καταβάλλουν φόρο μεταβίβασης 3 τις χιλίους ετησίως και να διενεργούν τακτικές ετήσιες αποσβέσεις για τα ακίνητα που διαχειρίζονται. Δεν υπόκεινται σε φόρο Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας, ενώ και η μεταβίβαση μετοχών ΑΕΕΑΠ, μη εισηγμένων στο ΧΑ, απαλλάσσεται από κάθε φόρο.

Σημειώνεται ότι οι ΑΕΕΑΠ απαλλάσσονται από φόρο μεταβίβασης ακινήτων στην περίπτωση που σχηματισθούν μετά από συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών, οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία ή μετά από διάσπαση υφιστάμενης εταιρείας.



10.3 ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με βάση την ελληνική νομοθεσία, συνοψίζονται στα εξής:

- ❖ **Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς:** Οι εκδιδόμενες μετοχές από την εταιρεία απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων. Επίσης δεν επιβάλλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από αυτήν.
- ❖ **Ρευστότητα:** Η υποχρέωση της εταιρείας να εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της στο χρηματιστήριο εντός ενός έτους από την έναρξη λειτουργίας της, διασφαλίζει τη ρευστότητα της επένδυσης.
- ❖ **Αποσβέσεις:** Η εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που έχει στο χαρτοφυλάκιο της.
- ❖ **Δανεισμός:** Δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι του 1/4 των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.



10.4 ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

Οι αδυναμίες του ελληνικού θεσμικού πλαισίου όπως διατυπώνονται από το *Ελληνικό Ινστιτούτο Τραπεζών στην έκθεση με τίτλο «Χρηματοοικονομική Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας (Real Estate Finance) : Δομή αγοράς – Μεθοδολογία – Εκτίμηση – Αξιολόγηση – Θεσμικό πλαίσιο»*, (2005), για τις ΑΕΕΑΠ είναι αρκετές και κάποιες από αυτές, όπως για παράδειγμα η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλου ποσοστού μετρητών (10%), μπορούν να αποφευχθούν, αφού δεν εξυπηρετούν απολύτως κανένα σκοπό και μάλλον προήλθαν «εκ παραδρομής» από το αντίστοιχο θεσμικό πλαίσιο για τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων.

Η δεύτερη πιο σημαντική αδυναμία είναι οι περιορισμοί στις συμμετοχές σε άλλες εταιρείες ακινήτων, ιδιαίτερα όταν πολλά νέα projects δημιουργούνται εξ αρχής ως ξεχωριστές εταιρείες (SPVs: Special Purpose Vehicles).

Επιπλέον, μειονέκτημα είναι ο περιορισμός στο δανεισμό σε σύγκριση για παράδειγμα με το τι ισχύει ακόμη και για τα Ευρωπαϊκά REITs, που είναι σαφώς πιο συντηρητικά συγκρινόμενα με αυτά της Β. Αμερικής. Στο ίδιο πλαίσιο εντάσσονται και οι περιορισμοί στην ανάπτυξη ακινήτων, θέμα όμως που υφίσταται για όλα τα Ευρωπαϊκά REITs και έχει δημιουργήσει σημαντικό θέμα στη Γαλλία, όπου υπάρχει πίεση για την αλλαγή στο σημείο αυτό του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, ώστε να επιτρέψει την ανάπτυξη ακινήτων από τα γαλλικά REITs.

Τέλος, πρέπει να αναφερθούν και οι σημαντικές ασάφειες στη σημερινή διατύπωση του νόμου για τις ΑΕΕΑΠ, όπως αυτή για το ελάχιστο ύψος των επενδύσεων σε ακίνητα. Όμως, το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι αυτό που προέκυψε μετά το νέο νομοθετικό πλαίσιο για τα ακίνητα και συγκεκριμένα η εισαγωγή του Φ.Π.Α., που αντικαθιστά πλέον το φόρο μεταβίβασης, καθώς και ο φόρος αυτόματου υπερτιμήματος. Αν και για τον δεύτερο υπάρχουν βάσιμες



ελπίδες και πολύ πειστική επιχειρηματολογία ότι δεν αφορά στις ΑΕΕΑΠ, για τον Φ.Π.Α. η εικόνα είναι πιο συγκεχυμένη. Αυτό συμβαίνει γιατί ο Φ.Π.Α. είναι ο φόρος που επιβάλλεται σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση και για την απαλλαγή των ΑΕΕΑΠ πρέπει να υπάρχει η ανάλογη έγκριση. Φυσικά υπάρχουν και εναλλακτικές λύσεις που έχουν εφαρμοστεί σε άλλες χώρες, όπως η επιβολή Φ.Π.Α. και στις εμπορικές μισθώσεις, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα συμψηφισμού του. Παράλληλα, γίνεται προσπάθεια, κυρίως από τη Γερμανία και την Ολλανδία να μην υπόκεινται σε Φ.Π.Α. οι αγοραπωλησίες ακινήτων. Σε κάθε περίπτωση, το θέμα προς το παρόν εκκρεμεί και η όποια λύση του δεν προβλέπεται να είναι άμεση.



10.5 ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΕΕΑΠ

Στον ελληνικό χώρο η πρώτη εταιρεία που δραστηριοποιήθηκε ως ΑΕΕΑΠ, ήταν η Πειραιώς ΑΕΕΑΠ και ακολούθησε η Eurobank Properties. Παρακάτω παρατίθενται στοιχεία για τις δυο εταιρείες όπως διατυπώνονται από τους διαδικτυακούς τους τόπους.

EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ

Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Η Eurobank Properties Α.Ε.Ε.Α.Π.,

- διαχειρίζεται ένα από τα σημαντικότερα χαρτοφυλάκια εμπορικών ακινήτων στην Ελλάδα
- διατηρεί **μακροχρόνιες μισθώσεις** με εταιρείες
- διοικείται από ικανά και έμπειρα στελέχη με **γνώση** της ελληνικής αγοράς ακινήτων
- δραστηριοποιείται στο **δυναμικά ανερχόμενο κλάδο** επενδύσεων σε ακίνητα, που διέπεται από **ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς**.

ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η Εταιρεία συστάθηκε το 1952 με την επωνυμία Εμπόριον, Βιομηχανία, Οικοδομαί (Ε.Β.Ο.) Α.Ε. με την υπ' αριθμ. 88939/12.12.1952 απόφαση του Υπουργού Εμπορίου, η οποία δημοσιεύθηκε στο ΦΕΚ 365/12.12.1952 (τ. Α.Ε. & Ε.Π.Ε.).

Σήμερα η επωνυμία της Εταιρείας είναι Eurobank Properties Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία, ο διακριτικός της τίτλος Eurobank Properties Α.Ε.Ε.Α.Π. και η έδρα της ο Δήμος Νέας Ιωνίας, Αττικής.

Η Εταιρεία είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών (Μ.Α.Ε.) του Υπουργείου Ανάπτυξης με αριθμό 365/01/Β/86/365 και έχει διάρκεια μέχρι την 31.12.2050.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Καταστατικού της, ο σκοπός της Εταιρείας σήμερα είναι αποκλειστικά η διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 2778/1999 «περί Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ακίνητης Περιουσίας-Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλων διατάξεων», όπως εκάστοτε ισχύει.

Η Εταιρεία εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία έχει χορηγήσει και την υπ' αριθμ. 11/352/21.9.2005 άδεια λειτουργίας της. Η εν γένει λειτουργία της Εταιρείας διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21 - 31 του Ν. 2778/1999 «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις», όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από τους Ν. 2892/2001 και 2992/2002, καθώς και από τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920.

Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της συμπληρώνεται από κανονιστικές διατάξεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, όπως οι υπ' αριθμ. 7/249/25.07.2002, 7/259/19.12.2002, 8/259/19.12.2002 και 13/350/31.8.2005 Αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως ισχύουν.

Επίσης εν όψει της μετατροπής της σε Α.Ε.Ε.Α.Π. και στο πλαίσιο συμμόρφωσης της Εταιρείας με όσα ορίζονται στην κείμενη νομοθεσία σχετικά με τις Α.Ε.Ε.Α.Π., τον Αύγουστο του 2005 η Εταιρεία αποπλήρωσε το σύνολο του τραπεζικού δανεισμού (βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου), το οποίο ανέρχονταν συνολικά σε €111 εκατ.. Η αποπληρωμή του εν λόγω δανεισμού υλοποιήθηκε με μέρος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπέρ των παλαιών μετόχων, που έλαβε χώρα την ίδια περίοδο.

Στις 21 Σεπτεμβρίου 2005, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Απόφαση υπ' αριθμ. 11/352/21.9.2005) χορήγησε στην Εταιρεία άδεια σύστασης και λειτουργίας σύμφωνα με το άρθρο 21 παρ. 3 ν. 2778/1999, όπως ισχύει.

Τον ίδιο μήνα, η Εταιρεία υπέγραψε προσύμφωνο αγοράς ενός ακινήτου συνολικής εκμισθώσιμης επιφάνειας 37.966 τ.μ. στη Νέα Ιωνία Αττικής. Το οριστικό συμβόλαιο του εν λόγω ακινήτου υπογράφηκε το Σεπτέμβριο του 2005. Η Εταιρεία αγόρασε το ακίνητο της Νέας Ιωνίας έναντι τιμήματος €52 εκατ. χρησιμοποιώντας μέρος των εσόδων από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου χωρίς κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων που πραγματοποιήθηκε τον Αύγουστο του 2005, όπως αναφέρθηκε σχετικά ανωτέρω.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Πρόθεση της Εταιρείας είναι να ακολουθήσει μία στρατηγική με στόχο τη μακροπρόθεσμη αύξηση των εσόδων και των αποτελεσμάτων της και τη δημιουργία υπεραξίας για τους μετόχους της. Οι βασικές παράμετροι αυτής της στρατηγικής είναι:

- Ενεργή διαχείριση του υφισταμένου χαρτοφυλακίου των ακινήτων της, μέσω της ενίσχυσης των μακροχρόνιων σχέσεων με τους μισθωτές της, βελτιστοποίησης της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου ακινήτων της και της πώλησης ορισμένων ακινήτων όταν προκύπτουν ευκαιρίες στην αγορά που συνάδουν με τους επενδυτικούς στόχους και την πολιτική της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένης και της πολιτικής της Εταιρείας για την εκ νέου επένδυση των κεφαλαίων της σε ακίνητα με δυνητικές υψηλότερες αποδόσεις.
- Τακτική επιλεκτικών αποκτήσεων ακινήτων, σε σημεία υψηλής εμπορικότητας και προβολής εντός της Ελλάδας.



- Συνεχής αξιοποίηση της σχέσης της Εταιρείας με την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., η οποία είναι στρατηγικός της εταίρος, σύμβουλος και, ως μέλος του ομίλου Eurobank, μεγαλύτερος μισθωτής της. Σημειώνεται ότι παρά τη στενή σχέση της με την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., και τη σημαντική της επιρροή στη διοίκηση και στην Επενδυτική της Επιτροπή, η διαπραγμάτευση των μισθώσεων με την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E. (συμπεριλαμβανομένων των εταιριών του Ομίλου της Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., με τις οποίες συνεργάζεται η Εκδότρια), έχει γίνει στο παρελθόν και θα συνεχίσει να γίνεται με αντικειμενικότητα και σε τιμές αγοράς. Περαιτέρω η Εταιρεία πιστεύει ότι η δομή της εταιρικής διακυβέρνησής της προστατεύει επαρκώς τους μετόχους μειοψηφίας από πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων που προκύπτουν από τη σχέση της με τη Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E.
- Διατήρηση μίας ελκυστικής πολιτικής μερισμάτων: Η Εταιρεία σκοπεύει να διανείμει το μεγαλύτερο μέρος των διανεμητέων καθαρών κερδών της σε μερίσματα. Ως αποτέλεσμα του ευνοϊκού φορολογικού της καθεστώτος, ως ελληνικής Ανώνυμης Εταιρείας Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (στο εξής «Α.Ε.Ε.Α.Π.»), των ελκυστικών της μεικτών αποδόσεων από μισθώσεις και των μακροχρόνιων συμβάσεων μίσθωσης με μισθωτές υψηλής ποιότητας, η Εταιρεία εκτιμά ότι έχει ισχυρά και σταθερά επίπεδα ταμειακών ροών, που πιστεύει ότι θα της επιτρέψουν να διατηρήσει μία ελκυστική μερισματική πολιτική.

Ο θεμελιώδης επενδυτικός στόχος της Εταιρείας είναι η δημιουργία, μακροπρόθεσμα, υπεραξίας για τους μετόχους της, όπως προαναφέρεται. Η Εταιρεία επιδιώκει την επίτευξη του στόχου αυτού μέσα από:

1. Μια συνολική επενδυτική στρατηγική που εστιάζει στην απόκτηση εμπορικών ακινήτων υψηλού προφίλ σε προνομακική θέση (prime commercial property) στην Ελλάδα, με έμφαση στα ακόλουθα χαρακτηριστικά:



- Ελκυστικές και εξασφαλισμένες μισθωτικές αποδόσεις
 - Ταμειακές εισροές με ρυθμό αύξησης ίσο ή μεγαλύτερο από τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ)
 - Σαφείς ενδείξεις για μελλοντική υπεραξία
 - Τοπικοί και διεθνείς μισθωτές υψηλής αναγνωρισιμότητας και φερεγγυότητας
2. Μια συνολική στρατηγική διαχείρισης χαρτοφυλακίου με έμφαση στη μεγιστοποίηση της απόδοσης και στη συνετή διαχείριση των σχετιζομένων κινδύνων, που θα επιδιώκει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:
- Διασπορά (diversification) των επενδύσεων ως προς το είδος ακινήτου, την τοποθεσία και τους μισθωτές
 - Αποτελεσματική διαχείριση των μισθώσεων και διασφάλιση της διαρκούς συνεργασίας με τους μισθωτές με στόχο την εξασφάλιση υψηλών ποσοστών πληρότητας των ακινήτων
 - Υψηλού επιπέδου τεχνική διαχείριση των κτιρίων με σκοπό την εξασφάλιση της ορθής συντήρησης των ακινήτων της Εταιρείας, την υπεραξία και την ελαχιστοποίηση του κόστους
 - Συνεχή παρακολούθηση του προφίλ κινδύνου / απόδοσης και των τάσεων της κτηματαγοράς και προσδιορισμό ενεργειών βελτίωσης

Με σκοπό τη διασφάλιση των παραπάνω, η Εταιρεία λαμβάνει υπ' όψιν της έναν αριθμό παραγόντων κατά την αξιολόγηση και τον έλεγχο (due diligence) των πιθανών επενδύσεων, ενδεικτικά αναφέρονται ως ακολούθως:

- τρέχουσες και πιθανές μελλοντικές εμπορικές ή βιομηχανικές χρήσεις του ακινήτου.
- κόστος κτήσης και τυχόν κόστος αναδιαμόρφωσης και αρχική ταμειακή εκροή σε σχέση με την στοχευόμενη απόδοση
- δυνατότητα να αυξηθεί η αξία του ακινήτου
- γεωγραφική περιοχή, με προτίμηση προς τις αστικές περιοχές υψηλού προφίλ, και τα δημογραφικά χαρακτηριστικά

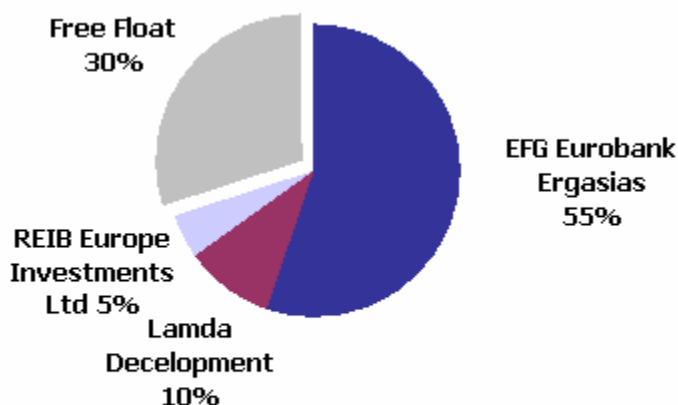


- τοποθεσία εντός εμπορικής περιοχής ή εγγύτητα σε περιοχές που αναπτύσσονται ταχύτατα
- μέγεθος ακινήτου και σύνθεση μισθωτών
- αξιοπιστία μισθωτών, συμπεριλαμβανομένης της φερεγγυότητας, με προτίμηση προς τους δημόσιους οργανισμούς και τις πολυεθνικές επιχειρήσεις ποικίλων κλάδων όπως χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, εμπόριο, πληροφορική, ναυτιλία και logistics
- κατάσταση, ποιότητα σχεδιασμού, εγκαταστάσεις, κατασκευή και άλλα φυσικά χαρακτηριστικά, με προτίμηση προς υψηλής ποιότητας κτίρια πρόσφατης κατασκευής ή ανακαινισμένα
- τρέχουσες και αναμενόμενες οικονομικές συνθήκες των τοπικών και περιφερειακών αγορών ακινήτων
- παρουσία ή εγγύτητα σε πιθανά περιβαλλοντικά προβλήματα
- τρέχοντα και ιστορικά ποσοστά πληρότητας, με προτίμηση προς ακίνητα με υφιστάμενους μισθωτές ή μελλοντικούς μισθωτές που έχουν ήδη προσδιορισθεί
- εναπομείνασα διάρκεια μίσθωσης των υφισταμένων μισθωτών, με προτίμηση προς μισθώσεις με μεγάλη εναπομείνασα διάρκεια
- άλλα χαρακτηριστικά υφισταμένων μισθωτών, συμπεριλαμβανομένης της ανταγωνιστικότητας των όρων μίσθωσης, και
- αναμενόμενη μελλοντική αντιμετώπιση δυνάμει των εφαρμοστέων φορολογικών νόμων και κανονισμών

Η στρατηγική της Εταιρείας για τη μελλοντική ανάπτυξή της είναι να συνεχίσει να αποκτά υψηλής ποιότητας χώρους γραφείων και καταστημάτων, αποθηκευτικούς και βιομηχανικούς χώρους σε τοποθεσίες υψηλής εμπορικότητας και προβολής στην Ελλάδα, εφόσον το επιτρέπουν οι συνθήκες τόσο της κεφαλαιαγοράς όσο και της αγοράς ακινήτων. Δεν αποκλείεται η επένδυση και σε πιο εξειδικευμένους τύπους ακινήτων όπως συνεδριακά κέντρα, εμπορικά κέντρα κ.λ.π.



ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ



Σύνολο Μετοχών: 24,4 εκατ. κοινές ονομαστικές

ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.

ΙΣΤΟΡΙΑ

Η ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π. αποτελεί εταιρία αποκλειστικού σκοπού, με αντικείμενο τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας κατά την έννοια του άρθρου 22 παρ.2 του 2778/99. Η λειτουργία της Εταιρίας διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21 - 31 του Ν. 2778/1999 «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις», όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από τον Ν. 2992/02 καθώς και τον Κ.Ν. 2190/1920.

Η Εταιρία *συστήθηκε* το έτος 1999, έλαβε άδεια λειτουργίας Εταιρίας Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με την Απόφαση 5/266/14.03.2003, την 25.09.2003 υπέβαλλε αίτηση εισαγωγής της στο Χ.Α. και από την 28.06.2005 διαπραγματεύεται στο Χ.Α.



ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ακίνητης περιουσίας και κινητών αξιών αποτελεί τον αποκλειστικό κατά το Νόμο σκοπό της Εταιρίας, μη επιτρεπομένης της άσκησης, είτε κατά κύριο λόγο, είτε δευτερευόντως, οποιασδήποτε άλλης δραστηριότητας εκτός από την ανωτέρω, με εξαίρεση την διενέργεια των αναγκαίων και απαραίτητων πράξεων διαχείρισης της περιουσίας της, η οποία δεν αποτελεί τμήμα του χαρτοφυλακίου της. Σε αυτή τη κατηγορία υπάγονται τα κινητά και ακίνητα πράγματα, που η Εταιρία χρησιμοποιεί προς εξυπηρέτηση των λειτουργικών αναγκών της.

Οι υπεύθυνοι άσκησης της διαχειριστικής πολιτικής οφείλουν να ενεργούν ότι είναι αναγκαίο προς διασφάλιση της αυτόνομης διαχείρισης του χαρτοφυλακίου της Εταιρείας και της δυνατότητας των αρμόδιων στελεχών της να καθορίζουν και υλοποιούν την επενδυτική πολιτική της, με αποκλειστικό γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών/ μετόχων και της Εταιρείας, χωρίς διακριτική μεταχείριση ορισμένων εξ αυτών και δη των βασικών μετόχων.

Η επενδυτική πολιτική της Εταιρείας σχεδιάζεται και υλοποιείται βάσει συγκεκριμένων και δυναμικώς εξελισσόμενων διαδικασιών, που συνδυάζουν τη διεθνή εμπειρία και πρακτική με την Ελληνική πραγματικότητα, όπως παρουσιάζονται ενδεικτικά παρακάτω.

Οι αγορές των νέων ακινήτων της εταιρείας επιλέγονται με στόχο την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου ακινήτων της και την βελτίωση της περιουσιακής της διάρθρωσης.

Τα βασικά κριτήρια λήψης αποφάσεων ενδεικτικά είναι :

- Η ετήσια μισθωτική απόδοση του ακινήτου
- Η αξιοπιστία των μισθωτών



- Η γεωγραφική θέση του ακινήτου σε συνδυασμό με τις τάσεις της αγοράς
- Η προοπτική μελλοντικής υπεραξίας
- Η ποιότητα κατασκευής και συντήρησης των ακινήτων
- Οι πωλήσεις των ακινήτων επιλέγονται με στόχο αφενός τη μεγιστοποίηση της ωφέλειας της εταιρείας και αφετέρου την δημιουργία διαθέσιμων κεφαλαίων για επένδυση σε ακίνητα με μεγαλύτερες ή /και ασφαλέστερες αποδόσεις

Η Εταιρεία με την υποστήριξη και τη συνεργασία των υπηρεσιών και των εταιριών του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς Α.Ε. που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χώρο ανάπτυξης και αξιοποίησης ακινήτων (Real Estate) παρακολουθεί με ιδιαίτερο ενδιαφέρον και προσοχή τον κλάδο της εκμετάλλευσης ακίνητης περιουσίας προσβλέποντας στην αναγνώριση και αξιολόγηση των προοπτικών συνεργασίας με υποψήφιους μελλοντικούς πελάτες (ενοικιαστές ή / και αγοραστές) με γνώμονα την αξιόπιστη και επικερδή επιχειρηματική σύμπραξη.

Η Εταιρεία υποχρεούται από το Νόμο να δημοσιεύει, τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων των διαθέσιμων της, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Η κατάσταση περιλαμβάνει την περιγραφή κάθε ακινήτου, το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική, εφόσον έχει οριστεί αυτή, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται χρήσιμο για να επιτρέψει την αξιολόγηση των επενδύσεων της Εταιρίας.

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ

Οι μέτοχοι της ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π. δίνονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα :



ΜΕΤΟΧΟΙ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	% ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	20.982.093	38,20%
SCIENS Α.Ε.	20.353.776	37,10%
Επενδυτικό Κοινό	13.552.371	24,70%
ΣΥΝΟΛΟ	54.888.240	100,00%

ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Η ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ σύμφωνα με το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της επενδύει αποκλειστικά:

- α) Σε ακίνητη περιουσία σε ποσοστό τουλάχιστον 80%.
- β) Σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και πιστωτικούς τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας σε ποσοστό 10% τουλάχιστον επί του ενεργητικού.
- γ) Σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 περιπτώσεις α' έως γ' και ε' έως στ' του Ν.1969/1991 (ΦΕΚ 167 Α') και δεν είναι δυνατόν να υπερβούν το 10% του ενεργητικού.
- δ) Σε άλλα κινητά πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία, μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρεία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το 10% αυτών κατά την απόκτησή τους.

Ως ακίνητη περιουσία στην οποία μπορεί να επενδύει η εταιρεία, εννοούνται κυρίως τα εμπορικά και μόνο ακίνητα, που μπορούν άμεσα να χρησιμοποιηθούν ως επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό, μόνα τους ή από κοινού με άλλα ακίνητα, βρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος - μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος και αποκτώνται κατά

πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία υπέρ της εταιρείας.

Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων της εταιρείας διενεργείται, στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης, από ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την ειδική τακτική έκθεση που συντάσσεται κάθε φορά για το σκοπό αυτόν, από εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών. Η απόκτηση και μεταβίβαση ακινήτου από την ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ προϋποθέτει προηγούμενη δεσμευτική εκτίμηση της αξίας του από τον εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών.

Η ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ ολοκλήρωσε τη διάθεση των κεφαλαίων € 26,4 εκ. περίπου, που αντλήθηκαν από την τελευταία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, τον Ιούνιο του 2005. Στις 30.6.2006 η αξία των επενδύσεων της εταιρείας ανέρχεται σε € 113,9 εκ. αποτελούμενη από επενδυτικά ακίνητα εμπορικής αξίας € 100,9 εκ. και διαθέσιμα € 13 εκ. περίπου.

Στις 30.6.2006, το χαρτοφυλάκιο των επενδυτικών ακινήτων της ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ αποτελείται από ακίνητα γραφειακών χώρων αξίας € 53,5 εκ., ακίνητα καταστημάτων αξίας € 26,5 εκ. και ακίνητα ειδικής εμπορικής χρήσης (σταθμοί καυσίμων, χώροι στάθμευσης αυτοκινήτων) αξίας € 20,9 εκ. Οι βασικοί μισθωτές των ακινήτων της ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ είναι η Τράπεζα Πειραιώς και η BP Hellas, οι οποίες αποφέρουν το 73% και 11% του ετήσιου μισθωτικού εσόδου της εταιρείας αντίστοιχα. Οι περισσότερες μισθωτικές συμβάσεις ξεπερνούν σε διάρκεια τα 9 έτη, με ετήσια μισθωτική αναπροσαρμογή της τάξεως του ΔTK+1%. Η μισθωτική απόδοση των ακινήτων της εταιρείας σε ετήσια βάση ανέρχεται σε 7,5% περίπου.

Το ευνοϊκό φορολογικό πλαίσιο σε συνδυασμό με την ποιότητα και τη μισθωτική απόδοση των ακινήτων της, παρέχουν στην ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ τη δυνατότητα να παρουσιάζει υψηλά ποσοστά διανομής μερισμάτων σε σχέση με τα ετήσια καθαρά της κέρδη (82% για το 2005).



ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.

Σύγκριση με Ευρωπαϊκές Α.Ε.Ε.Α.Π

ε: εκτίμηση π: πρόβλεψη	Χώρα	Κεφαλ/ση (€ εκ)	Μερισματική Απόδοση '06 (ε)	Μερισματική Απόδοση '07 (π)	Μερισματική Απόδοση '08 (π)	P/BV '06 (ε)	P/BV '07 (π)	P/BV '08 (π)
Corio	Ολλανδία	4.495,8	3,7%	3,9%	4,2%	1,4x	1,3x	1,1x
Gecina	Γαλλία	8.625,8	3,1%	3,4%	3,7%	1,5x	1,1x	1,1x
Klepierre	Γαλλία	6.752,4	2,2%	2,4%	2,8%	2,2x	1,3x	1,6x
Rodamco Europe	Ολλανδία	9.076,0	3,7%	3,8%	4,0%	1,4x	1,2x	1,1x
Unibail	Γαλλία	10.279,8	2,2%	2,5%	2,7%	1,7x	1,3x	1,2x
Ste Fonciere Lyonnaise	Γαλλία	2.670,0	3,7%	4,0%	4,3%	1,3x	1,1x	1,0x
Fonciere des Regions	Γαλλία	3.959,3	3,3%	3,6%	4,0%	1,6x	1,3x	1,2x
Befimmo	Βέλγιο	910,9	5,3%	4,8%	4,8%	1,4x	1,3x	1,3x
Μέσος Όρος			3,0%	3,3%	3,5%	1,6x	1,2x	1,2x
Πειραιώς Α.Ε.Ε.Α.Π	Ελλάδα	135,6	5,0%	-	-	1,2x	-	-

Τα στοιχεία βασίζονται στη τιμή κλεισίματος 7/3/07 για την Πειραιώς Α.Ε.Ε.Α.Π και στη τιμή κλεισίματος 8/3/07 για τις υπόλοιπες εταιρείες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ



11.1 ΓΕΝΙΚΑ

Η αγορά ακινήτων είναι γνωστό ότι έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον του ελληνικού κοινού τον τελευταίο καιρό – ίσως εν μέρει για τους λάθος λόγους, και συγκεκριμένα, λόγω της πρόσφατης ανόδου των αντικειμενικών αξιών και της επιβολής ΦΠΑ στις νεόδμητες κατοικίες, φαινόμενα κατ' εξοχήν συγκυριακά, αν όχι και στρεβλωτικά, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Βεβαίως, στην Ελλάδα η αγορά ακινήτων και ο κλάδος των κατασκευών πάντα έπαιζαν κεντρικό ρόλο. Στη μεταπολεμική περίοδο, η ανοικοδόμηση της χώρας, η εσωτερική μετανάστευση και η αστυφιλία, συνέβαλαν ώστε η αγορά ακινήτων και οι κατασκευές να καταστούν από τους κινητήριους παράγοντες του μεταπολεμικού μοντέλου οικονομικής ανάπτυξης, και η αγορά κατοικίας να γίνει η ελκυστικότερη μορφή αποταμίευσης και επένδυσης για τα περισσότερα νοικοκυριά.

Τα ίδια περίπου ισχύουν και διεθνώς και η αγορά ακινήτων και οι κατασκευές, αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό τμήμα της οικονομίας: π.χ., υπολογίζεται ότι στις ΗΠΑ τα τελευταία πέντε χρόνια η αγορά κατοικίας τροφοδότησε το ήμισυ της οικονομικής ανάπτυξης. Στην δε Ευρώπη η εμπορική αξία των ακινήτων κατά ορισμένες εκτιμήσεις είναι περισσότερη από 4 τρισεκατομμύρια ευρώ, ή πολλαπλάσια της συνολικής κεφαλαιοποίησης των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

Όταν, λοιπόν, η τεράστια αυτή αγορά κινείται με σταθερά ανοδικούς ρυθμούς, που είναι στις περισσότερες χώρες πολλαπλάσιοι της αύξησης του ΑΕΠ, έχει σημασία να διαγνώσουμε την πιθανή μελλοντική πορεία της, καθώς από αυτήν θα επηρεασθεί σε μεγάλο βαθμό η συμπεριφορά των νοικοκυριών, τόσο στον τομέα της απόκτησης στέγης, όσο και των επιχειρήσεων στον επενδυτικό τομέα.

Με τη σειρά τους, η συμπεριφορά των νοικοκυριών αλλά και των επιχειρήσεων στο χώρο αυτό θα επηρεάσουν την πορεία ολόκληρης της οικονομίας. Ένα σοβαρό ζήτημα που απασχολεί τόσο τα νοικοκυριά όσο και τους επενδυτές και



τις οικονομικές αρχές όλων των χωρών είναι το ποιες θα ήταν οι επιπτώσεις μιας πτωτικής πορείας των τιμών των ακινήτων.

Για την Ελλάδα, αξίζει να σημειωθεί ο εποικοδομητικός ρόλος του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, ο οποίος χρηματοδοτεί με επιτυχία και ευελιξία τον τομέα της αγοράς ακινήτων, κατασκευών αλλά και τουρισμού ή και άλλων τομέων της οικονομίας που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με την οικοδομική δραστηριότητα. Προκειμένου δε να δούμε εάν αυτή η σημαντική σχέση αλληλεξάρτησης λειτουργεί ομαλά και χωρίς στρεβλώσεις προς όφελος του κοινωνικού συνόλου, τώρα πια που και στην Ελλάδα η αγορά ακινήτων έχει ωριμάσει αρκετά χάρις στα χαμηλά επιτόκια δανεισμού, θα πρέπει επίσης να δούμε εάν υποστηρίζεται από τους κατάλληλους θεσμούς, όπως είναι το αρμόζον ρυθμιστικό πλαίσιο, η ύπαρξη εθνικού κτηματολογίου, ο επαρκής καθορισμός της χρήσης γης, ακόμα και οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί και εργαλεία που θα προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές στην αγορά ακινήτων.



11.2 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

11.2.1 Κατοικίες

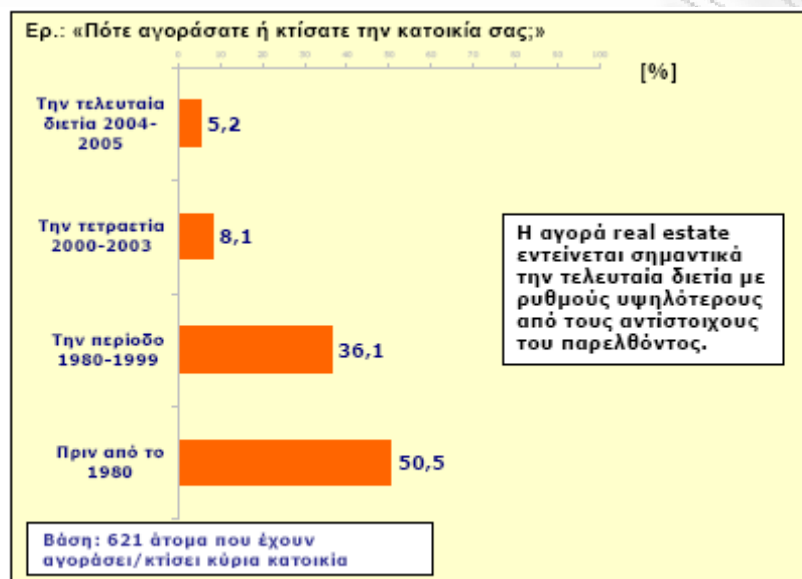
Οι προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα εμφανίζονται ιδιαίτερα ευνοϊκές, καθώς το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατοικία παραμένει ενεργό στο προσεχές διάστημα. Σύμφωνα με πρόσφατη πανελλαδική δειγματοληπτική έρευνα για τα βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα, που διεξήχθη από την **Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank** σε συνεργασία με την **Metron Analysis** για τη περίοδο **01/12/2005 – 09/01/2006**, το 2-8% των νοικοκυριών εμφανίζουν πρόθεση αγοράς / δόμησης κύριας κατοικίας το 2006 και 4-18% των νοικοκυριών την επόμενη 5-ετία. Συγκριτικά χαμηλότερες καταγράφονται οι προοπτικές ανάπτυξης στην αγορά δευτερεύουσας κατοικίας, όπου 0,5-2% των νοικοκυριών εμφανίζουν πρόθεση αγοράς / δόμησης το 2006 και 0,5-6% την επόμενη 5-ετία.

Η συγκεκριμένη έρευνα πραγματοποιήθηκε σε 1.373 νοικοκυριά στην Αττική και σε 6 μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας με τη χρήση έντυπου ερωτηματολογίου την περίοδο 1/12/2005 – 9/1/2006.

Πρόθεση αγοράς / δόμησης κατοικίας

Τα ποσοστά των νοικοκυριών που εμφανίζουν πρόθεση αγοράς / δόμησης κατοικίας τόσο για τους επόμενους 12 μήνες όσο και για τα επόμενα 5 χρόνια είναι ιδιαίτερα υψηλά σε σχέση με την τελευταία διετία, κατά την οποία, παρά την ιδιαίτερα ισχυρή ανάπτυξη της αγοράς του real estate και της στεγαστικής πίστης, μόνο 5,2% των νοικοκυριών φαίνεται να έχει ήδη προβεί σε αγορά ή κατασκευή νέας κατοικίας (διάγραμμα 19).

Διάγραμμα 19: Ιστορικό Αγοράς-Δόμησης κατοικίας

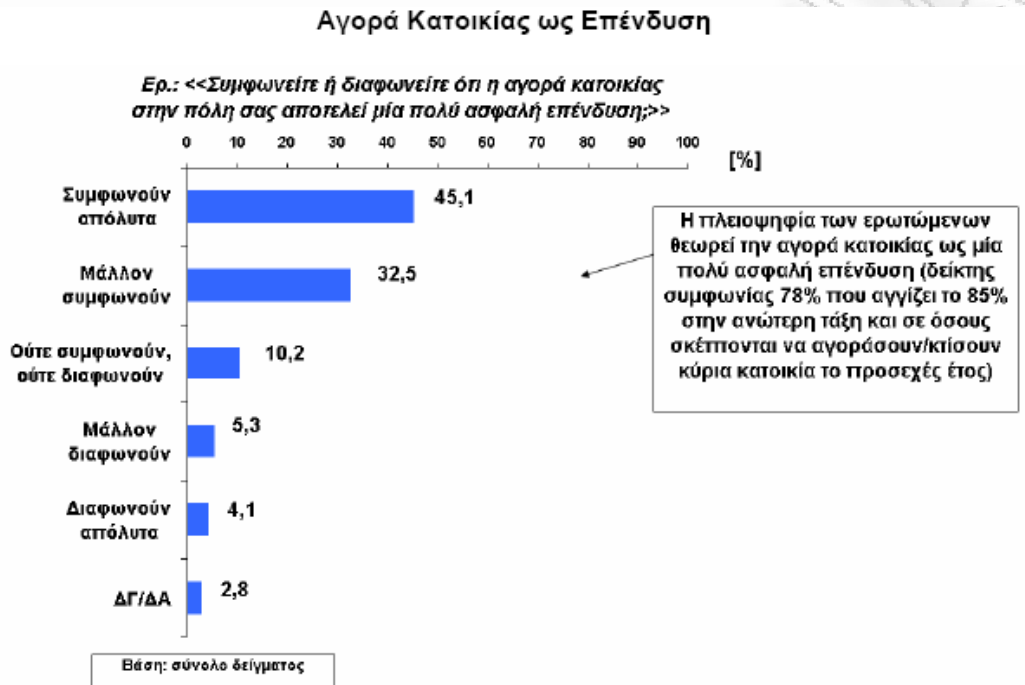


Στην αυξημένη ζήτηση συμβάλλουν τόσο το γεγονός ότι το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατοικία παραμένει υψηλό όσο και το γεγονός ότι οι προοπτικές αγοράς / δόμησης (όπως αποτυπώνονται στην πρόθεση αγοράς των νοικοκυριών) είναι ισχυρότερες για νέα νοικοκυριά με υψηλό εισόδημα, χαμηλό πιστοληπτικό κίνδυνο και υψηλή ζήτηση για μεγαλύτερες κατοικίες σε σχέση με το μέγεθος της μέσης κατοικίας στην περιοχή έρευνας.

Άλλοι παράγοντες που αναμένεται να συμβάλλουν θετικά στην ανάπτυξη της αγοράς κατοικίας είναι η αύξηση του πληθυσμού λόγω της οικονομικής μετανάστευσης καθώς και η αύξηση του αριθμού των νοικοκυριών λόγω της μείωσης του μεγέθους του μέσου νοικοκυριού.

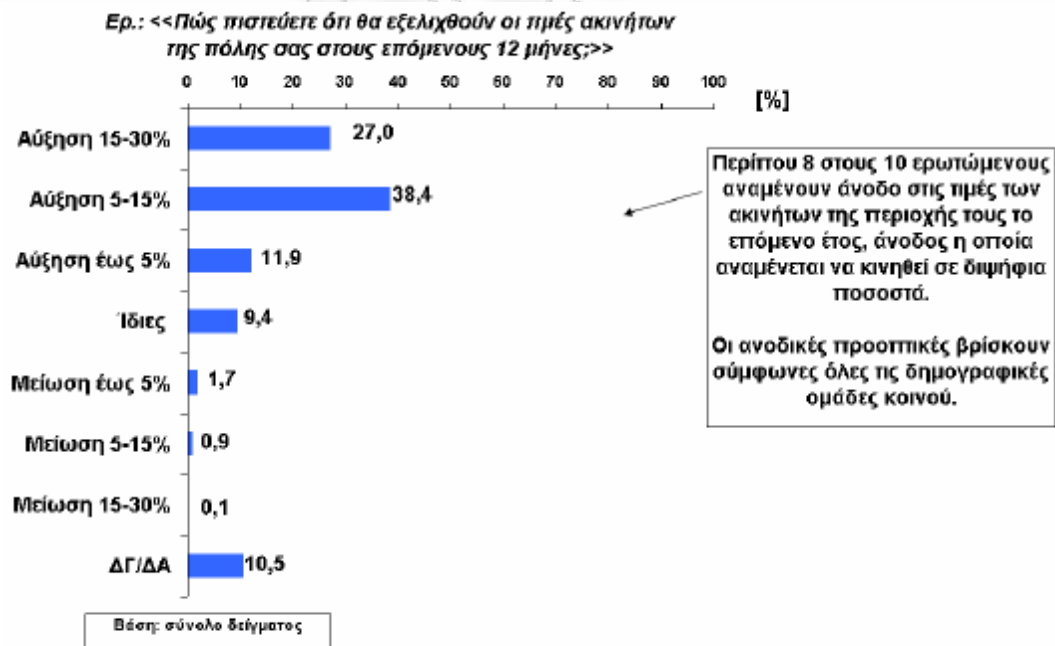
Όσον αφορά τις προοπτικές περαιτέρω ανόδου των τιμών των ακινήτων, 8 στα 10 νοικοκυριά θεωρούν ότι η αγορά κατοικίας αποτελεί μια ασφαλή επένδυση (διάγραμμα 20) και αναμένουν σημαντική άνοδο στις τιμές των ακινήτων της περιοχής τους στους επόμενους 12 μήνες (διάγραμμα 21) ενώ 7 στα 10 νοικοκυριά εκτιμά ότι οι τιμές θα συνεχίζουν να ανεβαίνουν την επόμενη πενταετία με ρυθμούς 5-30% ετησίως (διάγραμμα 22).

Διάγραμμα 20: Η αγορά κατοικίας ως επένδυση



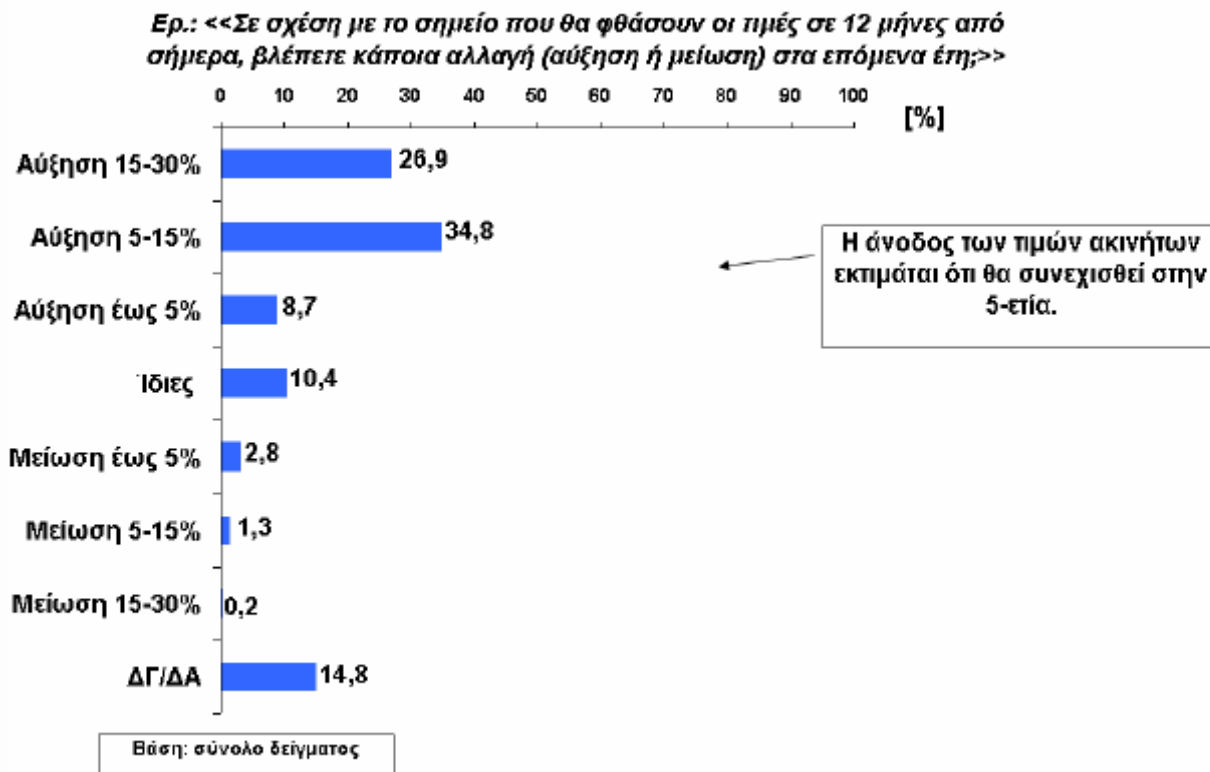
Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

Διάγραμμα 21: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμών ακινήτων στο έτος



Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

Διάγραμμα 22: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμών ακινήτων στην 5-ετία 2007-2011

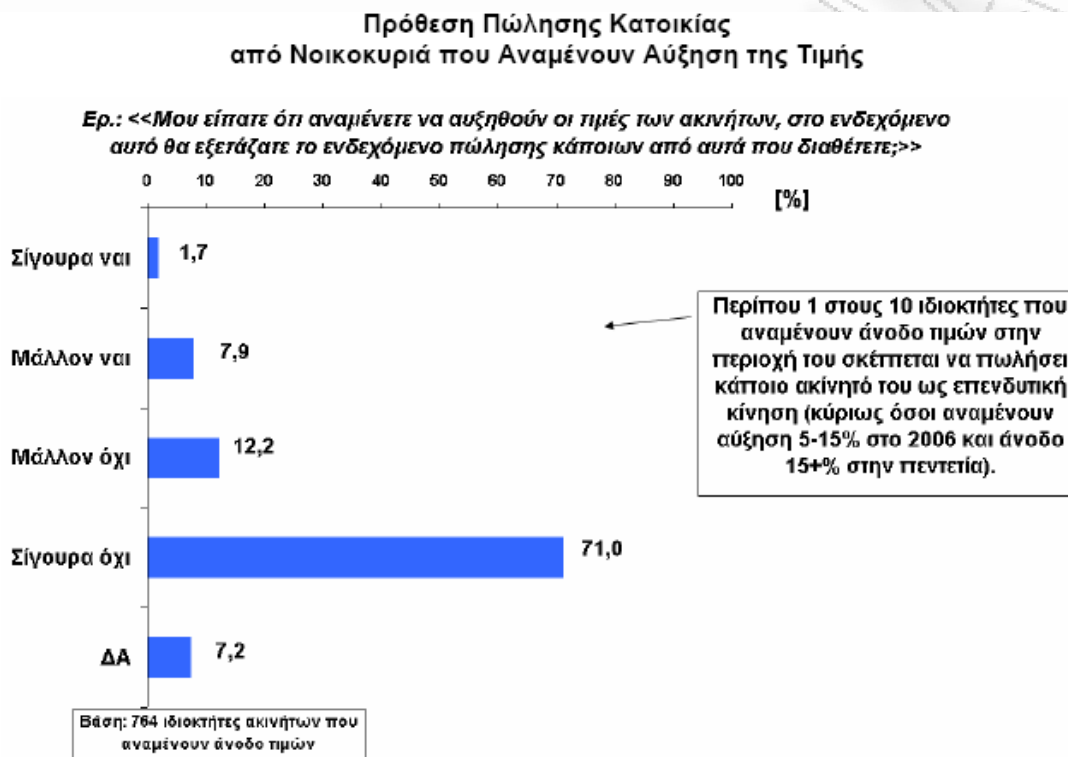


Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

Ιδιαίτερα ενδιαφέρον είναι επίσης το γεγονός ότι η πλειοψηφία των ερωτηθέντων θεωρεί την αγορά κατοικίας ως μια μακροπρόθεσμη επένδυση, καθώς περίπου 1 στους 10 ιδιοκτήτες οι οποίοι αναμένουν άνοδο στις τιμές σκέπτεται να πουλήσει κάποιο ακίνητό του ως επενδυτική κίνηση (διάγραμμα 23).



Διάγραμμα 23: Προοπτικές πώλησης ακινήτων ως επενδυτική κίνηση



Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

Το εύρημα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για δύο λόγους:

Πρώτον, εξηγεί σε κάποιο βαθμό την μεγάλη άνοδο στις τιμές των ακινήτων την τελευταία πενταετία πέρα από μακροοικονομικούς παράγοντες της αγοράς ακινήτων, όπως η σημαντική μείωση των επιτοκίων μετά την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ και η επακόλουθη αλματώδης ανάπτυξη της στεγαστικής πίστης. Η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών στις τιμές των ακινήτων οδηγεί σε μεγαλύτερες αυξήσεις στις τιμές ακινήτων σε περιόδους έντονης ζήτησης για κατοικίες καθώς οι ιδιοκτήτες παλαιών κατοικιών δεν πωλούν, προτιμώντας να εκμεταλλεύονται τις δευτερεύουσες κατοικίες τους.

Δεύτερον, το γεγονός ότι η πλειοψηφία των νοικοκυριών θεωρεί την κατοικία ως μια μακροχρόνια επένδυση σημαίνει ότι ο κερδοσκοπικός παράγοντας στην αγορά κατοικίας είναι πολύ μικρός σε σχέση με άλλες αγορές όπως τα

χρηματιστήρια. Κατά συνέπεια, μια πιθανή υποχώρηση των τιμών των ακινήτων δεν αναμένεται να οδηγήσει σε μαζικές πωλήσεις κατοικιών καθώς η προσφορά παλαιών κατοικιών φαίνεται να είναι ιδιαίτερα ανελαστική στις τιμές.

Με άλλα λόγια, η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών αναμένεται να λειτουργήσει σταθεροποιητικά στις τιμές των ακινήτων σε περίπτωση μιας υποχώρησης των τιμών. Η παρατήρηση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική δεδομένης της ανησυχίας πολλών οικονομικών αναλυτών και παραγόντων της αγοράς ακινήτων για την μελλοντική πορεία της αγοράς.

Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών ενδέχεται να είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα της χαμηλής φορολόγησης ακίνητης περιουσίας στη χώρα μας, καθώς επιτρέπει στα νοικοκυριά να διατηρούν δευτερεύουσες κατοικίες με ελάχιστη φορολογική επιβάρυνση. Η επιβολή φορολόγησης ακίνητης περιουσίας - ιδιαίτερα της μικρής, που αποτελεί το βασικό περιουσιακό στοιχείο το μέσου ελληνικού νοικοκυριού - μπορεί να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά στην αγορά ακινήτων καθώς θα οδηγήσει σε αύξηση της προσφοράς παλαιότερων κατοικιών με αρνητικές επιπτώσεις στις τιμές.

11.2.2 Επαγγελματική στέγη

Σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσίασε στο συνέδριο της *EFG Eurobank Ergasias* η κα. Δίκα Αγαπητίδου, διευθύντρια της Αθηναϊκής Οικονομικής και αντιπρόσωπος στην Ελλάδα της Jones Lang LaSalle, το 2005 συντελέστηκε μια «κοσμογονία» στον χώρο του retail στην Ελλάδα με τη δημιουργία μεγάλων εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων και τη δυναμική δραστηριοποίηση διεθνών παικτών στο ελληνικό λιανικό εμπόριο.

Ο επενδυτικός προσανατολισμός ενισχύθηκε με αγορές εμπορικών ακινήτων από ξένα αμοιβαία και από ελληνικά επενδυτικά σχήματα, ενώ είχαμε την εισαγωγή στο ΧΑ της πρώτης στην Ελλάδα εταιρίας τύπου REIT. Τα ενοίκια αποτελούν βαρόμετρο στην αγορά επαγγελματικής στέγης, αφού είναι ευαίσθητα σε οικονομικές διακυμάνσεις ενώ δύο στα τρία επαγγελματικά ακίνητα ενοικιάζονται.

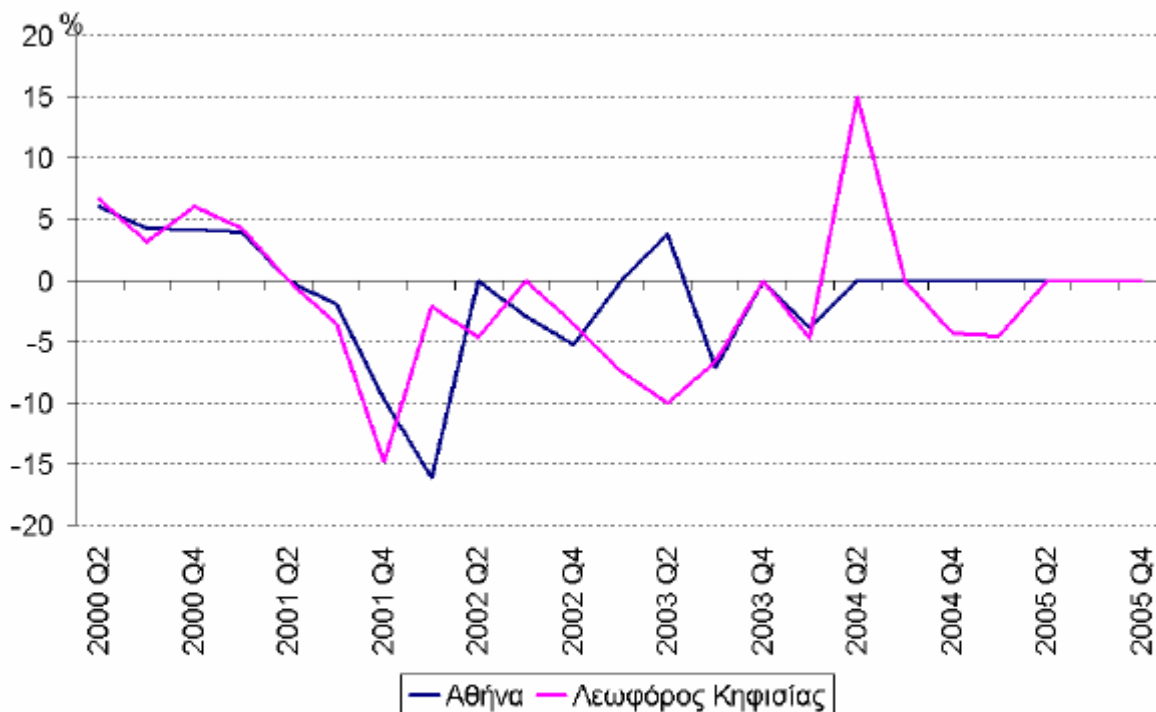
Η πορεία των ενοικίων επαγγελματικής στέγης συνδέεται με την γενικότερη οικονομική δραστηριότητα και με το επιχειρηματικό κλίμα στους τομείς των υπηρεσιών και του λιανικού εμπορίου. Αυτό αποδίδεται στο γεγονός ότι η ζήτηση για επαγγελματική στέγη διαμορφώνεται κατά κύριο λόγο από την ικανοποίηση των στεγαστικών αναγκών εταιριών που δραστηριοποιούνται στην παροχή υπηρεσιών και λιανικού εμπορίου.

Σύμφωνα με στοιχεία του επιχειρηματικού κλίματος στους τομείς αυτούς την τριετία 2001-2004 παρατηρήθηκε πτώση του δείκτη εμπιστοσύνης με αποτέλεσμα να μειωθεί η ζήτηση επαγγελματικής στέγης.

Συνέπεια της μειωμένης ζήτησης ήταν η πτώση του ρυθμού μεταβολής των ενοικίων ανά τετραγωνικό μέτρο στην περιοχή του κέντρου της Αθήνας που περιλαμβάνει κυρίως καταναλωτικές δραστηριότητες και την Λεωφόρο Κηφισίας που περιλαμβάνει κυρίως συγκροτήματα γραφείων και υπηρεσίες.

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 24, τα τελευταία τρία τρίμηνα τα ενοίκια επαγγελματικής στέγης είναι σταθερά στην Λεωφόρο Κηφισίας, ενώ στην Αθήνα παραμένουν σταθερά από το 2004. Αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού με μεγάλη ρευστότητα αναζητούν διαρκώς νέες επενδυτικές ευκαιρίες σε ακίνητη περιουσία, προκαλώντας ανοδικές πιέσεις στην ζήτηση επαγγελματικής στέγης και τα αντίστοιχα ενοίκια στη χώρα μας.

Διάγραμμα 24: Ρυθμός Αύξησης Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης
Ρυθμός Αύξησης Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης στο Κέντρο της Αθήνας & στη
Λ. Κηφισίας



Πηγή: Παρουσίαση Δίκα Αγαπητίδου, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

Σύμφωνα με την κα. Αγαπητίδου, αναμένεται αύξηση των ενοικίων στο μέλλον ακριβώς λόγω της μεγάλης ζήτησης για επαγγελματική στέγη, αλλά και επειδή τα ενοίκια επαγγελματικών ακινήτων στην Αθήνα βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ενοικίων συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές πρωτεύουσες, όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 25 που ακολουθεί.

Διάγραμμα 25: Επίπεδο Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης στην Ευρώπη



Πηγή: Παρουσίαση Δίκα Αγαπητίδου, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ





12.1 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ

Το Ελληνικό Ινστιτούτο Τραπεζών ολοκληρώνει την έκθεσή του «Χρηματοοικονομική Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας (Real Estate Finance» (2005), με μια ανάλυση των προοπτικών των ΑΕΕΑΠ. Στην Ελλάδα ο θεσμός των REITs είναι καινούργιος με θετικά στοιχεία αλλά και αδυναμίες. Στα θετικά στοιχεία κατατάσσονται οι φορολογικές ρυθμίσεις και η ευελιξία της διαχείρισης και επένδυσης, ενώ στα αρνητικά οι περιορισμοί στη ρευστότητα και τον δανεισμό.

Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία βρίσκουν πρόσφορο έδαφος στη χώρα μας, λόγω και της παρατεταμένης χρηματιστηριακής κρίσης που διήρκησε από το 2000 έως και τις αρχές του 2003, η οποία οδήγησε τους επενδυτές στην αναζήτηση εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών.

Οι προοπτικές για την κτηματαγορά στην Ελλάδα παραμένουν θετικές, παρά τη μεγάλη άνοδο των τιμών των ακινήτων από το 1999 έως και σήμερα. Κατ' αρχήν στον τομέα των κατοικιών, οι προσδοκίες των νοικοκυριών, όπως προκύπτουν από την έρευνα της *Metron Analysis* που αναφέρθηκε παραπάνω, προμηνύουν μία νέα περίοδο άνθησης της συγκεκριμένης αγοράς τουλάχιστον για την επόμενη πενταετία.

Από την άλλη, στην επαγγελματική στέγη αναμένεται αύξηση των ενοικίων στο μέλλον λόγω της μεγάλης ζήτησης, αλλά και επειδή τα ενοίκια επαγγελματικών ακινήτων στην Αθήνα βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ενοικίων συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές πρωτεύουσες. Αυτό αναμένεται να προσελκύσει το ενδιαφέρον και αλλοδαπών θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες στο χώρο των ακινήτων για να διοχετεύσουν τη ρευστότητά τους.



Επιπλέον, μια σειρά λόγοι ευνοούν την ανάπτυξη συλλογικών μορφών επένδυσης στην αγορά του real estate:

1. Η τεχνογνωσία που απέκτησαν οι εγχώριες κατασκευαστικές εταιρείες με τα έργα των Ολυμπιακών Αγώνων, κυρίως στην περιοχή της πρωτεύουσας.
2. Το Γ΄ ΚΠΣ, με την υποστήριξη του οποίου πραγματοποιούνται ή θα πραγματοποιηθούν πολλά έργα υποδομής εκτός Αττικής, όπως είναι η Εγνατία και η Ιόνια Οδός.
3. Οι συμπράξεις ιδιωτικού και δημόσιου τομέα για την κατασκευή υποδομών, όπως δρόμοι, νοσοκομεία και σχολεία, οι οποίες αναμένεται να συμβάλλουν στην ενίσχυση της κατασκευαστικής δραστηριότητας.
4. Η αξιοποίηση της περιοχής που περιβάλλει το αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος, αλλά και γενικότερα τις περιοχές που διασχίζει η Αττική Οδός, στις οποίες δημιουργούνται συνεχώς νέα σύγχρονα και ποιοτικά κτιριακά συγκροτήματα.
5. Η διατήρηση των επιτοκίων του ευρώ σε χαμηλά επίπεδα, παρά την ανοδική τάση στην οποία έχουν εισέλθει και ο ανταγωνισμός των τραπεζών στη στεγαστική πίστη, αναμένεται να διατηρήσει ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης στην αγορά των κατοικιών.
6. Η διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, η οποία οδηγεί σε μείωση των καταναλωτικών δαπανών και ενδεχόμενη αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.
7. Η φυσική κυκλοφορία του ευρώ, η οποία βοηθάει στην ευκολότερη μετακίνηση κεφαλαίων και στην ανάπτυξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην Ευρωζώνη.
8. Τα μεγάλα χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας που διαθέτουν σχεδόν όλες οι ελληνικές τράπεζες.
9. Η ανάπτυξη του leasing ακίνητης περιουσίας.

Στα πλαίσια αυτά είναι επιτακτική ανάγκη να δημιουργηθούν επαγγελματικές αξιόπιστες βάσεις δεδομένων που να αφορούν στην ακίνητη περιουσία. Έχουν ήδη δημιουργηθεί δείκτες που καλύπτουν την εξέλιξη του γενικού επιπέδου των τιμών, σε πρώτη φάση της Αττικής και αφορούν σε οικόπεδα, μεζονέτες, μονοκατοικίες, επαγγελματικούς χώρους και καταστήματα.



12.2 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ ΑΠΟ ΑΝΑΠΑΝΤΕΧΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Η ελκυστικότητα των ελληνικών εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, και κατ' επέκταση η προσέλκυση ξένων θεσμικών χαρτοφυλακίων, που θα δώσουν ώθηση στις συνολικές αποδόσεις του κλάδου τα επόμενα χρόνια, είναι άμεσα συνυφασμένες με τους κινδύνους της εν λόγω επένδυσης στη χώρα μας. **Μείωση των αποδόσεων των REITs** είτε βραχυπρόθεσμα, είτε για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, είναι δυνατό να προέλθουν:

A) Από αιφνίδια σφικτή νομισματική πολιτική. Η Ελλάδα είναι χώρα – μέλος της Ευρωζώνης, και ως εκ τούτου η πιθανότητα να υπάρξει μία αναπάντεχη σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής είναι περιορισμένη και εξαρτάται από διεθνείς . Άρα θεωρούμε ότι ο κίνδυνος αυτός είναι μικρός και στην περίπτωση που εμφανιστεί θα αφορά σχεδόν όλες τις ευρωπαϊκές οικονομίες.

B) Από μείωση της απόδοσης του κινδύνου χρεοκοπίας. (default risk premium). Και σε αυτήν την περίπτωση, η συμμετοχή της Ελλάδας στην ONE, δημιουργεί ασφάλεια για την ανάπτυξη των REITs.

Γ) Από ειδήσεις για αύξηση του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός παραμένει σε επίπεδα κάτω από 3,5% στην Ελλάδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, παρά τη σημαντική ενίσχυση των διεθνών τιμών πετρελαίου τους τελευταίους μήνες. Το παραπάνω σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το νόμισμα της χώρας είναι το ευρώ, καθιστά τον κίνδυνο του πληθωρισμού σχετικά μικρό.

Δ) Από αναπάντεχες μεταβολές του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Οι ρυθμοί αύξησης του ελληνικού ΑΕΠ μετά από μία επταετία (1997 – 2004) πραγματοποίησης σημαντικών έργων υποδομής για τους Ολυμπιακούς Αγώνες



της Αθήνας, παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, άνω του 3% και σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θα διατηρηθούν και τα αμέσως επόμενα χρόνια, καθώς βρίσκονται σε εξέλιξη ή θα πραγματοποιηθούν νέα έργα υποδομής που θα αφορούν κυρίως στην ελληνική περιφέρεια. Και σε αυτήν την περίπτωση ο κίνδυνος μείωσης των αποδόσεων των REITs θεωρείται σχετικά μικρός.



12.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Η Ελλάδα βρίσκεται σε μία χρονική στιγμή που ο θεσμός των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας μπορεί να πραγματοποιήσει ραγδαία ανάπτυξη, κυρίως μάλιστα όσο το ΧΑ δεν μπορεί να προσελκύσει εκ νέου ιδιώτες επενδυτές, λόγω του κλίματος αναξιοπιστίας που εξακολουθεί να υπάρχει στην κοινή γνώμη.

Επιπλέον, δεν πρέπει να λησμονείται το γεγονός ότι για τον Έλληνα η ιδιοκτησία γης αποτελεί την πιο σίγουρη μορφή επένδυσης, κάτι που φαίνεται και από το πολύ υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, το οποίο φτάνει το 80%. Βέβαια, για να αποφύγουμε τον κίνδυνο μίας υπερβολικής αισιοδοξίας σχετικά με το θεσμό των ΑΕΕΑΠ, τονίζεται ότι (Α. Μάρκου, 29/10/2006, Το ΒΗΜΑ, σελ. D25) :

- ❖ Θα πρέπει να οργανωθεί και να λειτουργήσει με πιο οργανωμένο τρόπο το σύστημα Αντικειμενικών Αξιών Ακινήτων προκειμένου να αποφευχθούν οποιεσδήποτε υπερεκτιμήσεις ή υποεκτιμήσεις των στοιχείων που απαρτίζουν τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων ή των εταιρειών επένδυσης.
- ❖ Οι προοπτικές βελτίωσης της υποδομής τουλάχιστον στο κέντρο της Αθήνας, αλλά και στα υπόλοιπα μεγάλα εμπορικά κέντρα είναι περιορισμένες και χρονοβόρες.
- ❖ Η αυξημένη ζήτηση κατοικιών σε ένα σημαντικό ποσοστό προέρχεται από τους οικονομικούς μετανάστες και αφορά κατοικίες με χαμηλά μισθώματα.
- ❖ Υπάρχει περιορισμένη προσφορά ειδικευμένων στελεχών στην αγορά του real estate.

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας όλα τα παραπάνω υπόψη και με δεδομένο ότι ήδη έχουν γίνει βελτιώσεις στη νομοθεσία και θα συνεχίσουν να γίνονται προκειμένου να ευνοηθεί ο θεσμός των REITs, θεωρείται ότι το μέλλον των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα είναι αρκετά ευοίωνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITs



13.1 ΔΙΕΘΝΗΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στην βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών θεμάτων από την εποχή της πρωτοπόρας εργασίας του *Solnik (1974)*, έχει δοθεί ιδιαίτερη σημασία στο θέμα της διεθνούς διαφοροποίησης των μετοχικών χαρτοφυλακίων. Το γενικό συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι η διεύρυνση του φάσματος επένδυσης σε μη εγχώριες μετοχές, επιτρέπει μία αύξηση στις αποδόσεις, που προσαρμόζεται ανάλογα με τον εγγενή κίνδυνο.

Επιπρόσθετα, έχει διαπιστωθεί ότι η γεωγραφική διαφοροποίηση είναι αποτελεσματικότερη της διαφοροποίησης από την βιομηχανία. Πρόσφατες έρευνες έχουν δείξει ότι η διεθνής οικονομία γίνεται όλο και περισσότερο παγκόσμια, με τις διεθνείς αγορές μετοχών να συσχετίζονται όλο και περισσότερο η μία με την άλλη. Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, οι βιομηχανικοί παράγοντες θεωρούνται όλο και σημαντικότεροι.

Πολύ λιγότερη σημασία έχει δοθεί στο συγκεκριμένο θέμα στην βιβλιογραφία περί αγοράς ακινήτων λόγω της σχετικής έλλειψης διεθνών δεδομένων ποιότητας αναφορικά με την αποδοτικότητα της αγοράς ακινήτων. Οι *Case, Goetzmann και Wachter (1997)* διαπιστώνουν ότι οι αποδόσεις των εμπορικών ακινήτων τείνουν να κινούνται μαζί (αν και όχι τέλεια) μεταξύ των κατηγοριών των ακινήτων σε κάθε χώρα και ότι η διεθνής διαφοροποίηση των τριών τομέων της αγοράς ακινήτων (βιομηχανικές εγκαταστάσεις, γραφεία και λιανεμπόριο) θα ήταν ωφέλιμη για την περίοδο 1986-1994.

Οι *Quan και Titman (1997)* αναφέρουν ότι οι αποδόσεις της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ σχετίζονται πολύ λιγότερο με τις αποδόσεις της αγοράς ακινήτων σε άλλες χώρες σε αντίθεση με την περίπτωση των μετοχών ΗΠΑ σε σχέση με τις διεθνείς μετοχές, και προτείνουν σημαντικές ωφέλειες από την διεθνή διαφοροποίηση της αγοράς ακινήτων. Αντίστοιχη προσέγγιση κάνουν και οι *Newell και Webb (1996)*.

Οι *Goetzmann και Wachter (2001)*, επίσης διαπιστώνουν ότι η διασυννοριακή διαφοροποίηση της αγοράς ακινήτων είναι ωφέλιμη. Καταδεικνύουν ότι οι διασυννοριακές συσχετίσεις οφείλονται εν μέρει στην κοινή έκθεση κινδύνου μελλοντικών διακυμάνσεων στην παγκόσμια οικονομία, αλλά ότι οι αλλαγές του ΑΕΠ (GDP) της συγκεκριμένης χώρας βοηθούν περισσότερο στην κατανόηση της μεταβλητής στις αποδόσεις της αγοράς ακινήτων από ότι ο παγκόσμιος παράγοντας. Αυτό θα σήμαινε ότι η επίδραση των τοπικών παραγόντων είναι ισχυρότερη απ' ότι έχει αναφερθεί για τις κοινές μετοχές.

Οι *Goetzmann και Wachter (2001)*, αναφέρουν ακόμα ότι η διεθνής διαφοροποίηση της αγοράς ακινήτων είναι πιο ωφέλιμη από την διεθνή διαφοροποίηση των μετοχών για ακίνητα βιομηχανικής χρήσης, αλλά όχι για άλλες κατηγορίες ακινήτων. Πολλές μελέτες έχουν επίσης θέσει το ζήτημα εάν θα έπρεπε να λαμβάνονται μέτρα αντιστάθμισης (hedging) για τα διεθνή χαρτοφυλάκια ακινήτων έναντι κινδύνου μελλοντικών συναλλαγματικών διακυμάνσεων (*Ziobrowski and Rosenberg 1997*). Τα συμπεράσματα σχετικά με την χρησιμότητα της λήψης μέτρων αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) είναι ανάμικτα.

Όταν κριθεί απαραίτητη η λήψη μέτρων αντιστάθμισης κινδύνου, τότε η ανταλλαγή (swap) επιτοκίων και συναλλάγματος θεωρείται ως η καταλληλότερη, δεδομένης της μακροχρόνιας φύσης των επενδύσεων σε ακίνητα. Έχει αποδειχθεί διεθνώς ότι η τιτλοποίηση ακινήτων σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τις κοινές μετοχές, αν και υπάρχει ένδειξη, για τα REITS στις ΗΠΑ και επίσης για τα χρεόγραφα ακινήτων σε άλλες χώρες, ότι η συγκεκριμένη συσχέτιση παρουσιάζει πτώση. Επίσης, όπως ισχύει και στην περίπτωση των άμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, υπάρχουν ενδείξεις ενός παράγοντα παγκοσμίως αποδεκτού στις διεθνείς αποδόσεις, των έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Οι τελευταίοι εκ των προαναφερομένων συγγραφέων καταδεικνύουν επίσης έναν πολύ σημαντικό παράγοντα που σχετίζεται με την συγκεκριμένη χώρα, γεγονός

το οποίο θα σήμαινε ότι η διεθνής διαφοροποίηση είναι χρήσιμη κατά τον σχηματισμό χαρτοφυλακίων χρεογράφων ακίνητης περιουσίας.

Σε μία μελέτη των επιπλέον αποδόσεων των τιτλοποιημένων ακινήτων σε έξι χώρες, οι *Eichholtz και Huisman (2001)*, διαπιστώνουν ότι οι εικονικές μεταβλητές που σχετίζονται με την κάθε χώρα είναι σημαντικές σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις. Διαπιστώνουν επίσης ότι το επίπεδο των επιτοκίων, καθώς και η μεταβολή του συγκεκριμένου επιπέδου επιδρούν αρνητικά στις επιπλέον αποδόσεις, σε αντίθεση με την καμπύλη των επιτοκίων που επιδρά θετικά στις αποδόσεις.

Αναφορικά με την συγκεκριμένη μελέτη, οι *Eichholtz και Huisman* αναφέρουν μία αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους και των επιπλέον αποδόσεων, ένα αποτέλεσμα το οποίο είναι λογικό σύμφωνα με την βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών θεμάτων. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο συντελεστής beta δεν φαίνεται να είναι ένας παράγοντας που παίζει σημαντικό ρόλο στην επεξήγηση των επιπλέον αποδόσεων των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Οι *Bond, Karolyi and Sanders (2003)* επίσης διαπιστώνουν ότι οι παγκόσμιοι παράγοντες κινδύνου της αγοράς, καθώς και εκείνοι που σχετίζονται με την κάθε χώρα είναι σημαντικοί και αναφέρουν ότι ένας παράγοντας κινδύνου της αξίας (value risk factor) που σχετίζεται με την κάθε χώρα, συμβάλλει ακόμη περισσότερο στην επεξήγηση των επιπλέον αποδόσεων. Οι συσχετίσεις των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας μεταξύ των χωρών είναι χαμηλότερες από τις διασυννοριακές συσχετίσεις μεταξύ των κοινών μετοχών.

Επιπρόσθετα, ο *Eichholtz (1996)* διαπιστώνει ότι η διεθνής διαφοροποίηση των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας είναι αποτελεσματικότερη της διεθνούς διαφοροποίησης των μετοχών. Οι *Wilson και Okunev (1996)* χρησιμοποιούν ελέγχους συνολοκλήρωσης και αποδεικνύουν ότι οι διεθνείς αγορές ακινήτων είναι κατανομημένες. Η διαφοροποίηση μπορεί να αποφέρει ωφέλειες, αλλά τα πιθανά κέρδη εξαρτώνται από τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Ο *Stevenson (2000)*



επίσης παρουσιάζει ενδείξεις των ωφελειών από την διεθνή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων χρεογράφων ακίνητης περιουσίας (αν και διαπιστώνει ότι οι συγκεκριμένες ωφέλειες είναι μεγαλύτερες για τις κοινές μετοχές) και της θετικής επίδρασης από την ύπαρξη διεθνών μετοχών ακίνητης περιουσίας στα διεθνή χαρτοφυλάκια μετοχικού κεφαλαίου (global equity portfolios), (Liu and Mei 1998).

Αναφορικά με τον αποτελεσματικότερο τρόπο για τον σχηματισμό ενός σωστά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου χρεογράφων ακίνητης περιουσίας κατά γεωγραφικές περιοχές, οι *Eichholtz et al. (1998)* αναλύουν το κατά πόσο μία στρατηγική που βασίζεται στις ηπείρους είναι πιο ωφέλιμη από μία στρατηγική που βασίζεται στις χώρες. Παρουσιάζουν σαφείς ενδείξεις ενός ηπειρωτικού παράγοντα στην Ευρώπη και στην Βόρεια Αμερική, αλλά όχι στην περιοχή της Ασίας - Ειρηνικού. Τα αποτελέσματα των *Eichholtz et al.* καταδεικνύουν επίσης μία συνεχώς αυξανόμενη ενοποίηση της Ευρώπης. Αυτό φαίνεται να υποδηλώνει ότι μία φειδωλή στρατηγική διεθνούς διαφοροποίησης των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας είναι περισσότερο ωφέλιμη όταν διεξάγεται διηπειρωτικά, παρά όταν διεξάγεται ενδοηπειρωτικά.

13.2 ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ REITs

Κατά τα τελευταία έτη, το ενδιαφέρον για τις αποδόσεις των αγορών ακινήτων και των REITs είναι ιδιαίτερα υψηλό (*Chandrashekar, 1999*). Η επιρροή που οι μακροοικονομικές μεταβλητές ασκούν στις αγορές ακινήτων και στις αποδόσεις των επενδυτικών εταιρειών ακινήτων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου των συμμετεχόντων στην χρηματοπιστωτική αγορά. Συγκεκριμένα, ένας αριθμός μελετών στηρίζει την συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των διαφόρων ακινήτων περιουσιακών στοιχείων της αγοράς (assets) και των μακροοικονομικών μεταβλητών (*Mc Cue and Kling, 1994 - Chen et al. 1997, 1998*). Εν τούτοις, το μεγαλύτερο μέρος της συγκεκριμένης έρευνας εστιάζει στην καταγραφή της κατάστασης των βασικών μεταβλητών, στον καθορισμό των ιδιαίτερα σημαντικών παραγόντων (*Chen et al. 1997, 1998 - Chandrashekar, 1999 - Naranjo and Ling, 1997*) και στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας.

Οι *Mc Cue και Kling (1994)* διερευνούν την δυναμική των χρονοσειρών των αποδόσεων των REITs, υπολογίζοντας τα μοντέλα Διανυσματικής Αυτοπαλινδρόμησης (Vector Autoregression) που αποτυπώνουν την επιρροή τεσσάρων μακροοικονομικών μεταβλητών στις αποδόσεις των REITs και συγκεκριμένα τις τιμές, τα ονομαστικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια, την αποδοτικότητα και τις επενδύσεις. Συμπεραίνουν ότι μακροοικονομικές μεταβλητές όπως τα ονομαστικά επιτόκια, εξηγούν περίπου το 60% των μεταβολών στις τιμές των ακινήτων, ενώ οι μεταβλητές επένδυσης και απόδοσης δεν έχουν τέτοια ικανότητα. Εν τούτοις, όπως επισημαίνουν οι *Karolyi και Sanders (1998)*, ο κίνδυνος χρεοκοπίας (default risk) αποτελεί σημαντική μεταβλητή για την κατανόηση των αποδόσεων των REITs.

Κάθε καινοτομία σε οποιοδήποτε μεταβλητή μπορεί να ερμηνευθεί ως (απροσδόκητη) οικονομική είδηση (economic news). Σε παλαιότερη εργασία τους, οι *Flemming και Remolona (1999)* διαπίστωσαν ότι οι αντιδράσεις στις αγορές



ομολόγων εξαρτώνται από τις απροσδόκητες παραμέτρους μιας συγκεκριμένης μακροοικονομικής ανακοίνωσης.

Εμφανώς, οι εμπορικοί οίκοι, οι συμμετέχοντες στην οικονομία της αγοράς, τα νοικοκυριά και κατ' επέκταση η αγορά των REITs μπορεί να επηρεασθούν από οποιαδήποτε μετατροπή των ανωτέρω μεταβλητών. Η γνώση του τι προκαλεί τις μετατροπές των αποδόσεων των REITs και για πόσο χρονικό διάστημα θα διαρκέσουν οι όποιες διαταράξεις (shocks), μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο ενδιαφέροντος για τους επαγγελματίες του χώρου, τις επενδυτικές εταιρείες ακινήτων και τους ακαδημαϊκούς.

Τα ανωτέρω ενισχύονται και από το γεγονός ότι ενώ η αγορά των REITs είναι μια αγορά μοναδική μεν, αλλά με κοινά χαρακτηριστικά με την ευρύτερη αγορά ακινήτων, παρόλα αυτά διατηρεί και στοιχεία που συναντάμε στα χρηματιστήρια.

Συγκεκριμένα, οι *Chen et al. (1998)* επισημαίνουν ότι σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία τα REITs όταν συγκρίνονται με τις κοινές μετοχές μπορεί να «αποκτήσουν» ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κινδύνου / απόδοσης (risk/return characteristics).

Μια επιπλέον απόδειξη για τη σημαντικότητα της μελέτης των αποδόσεων των REITs κατά τον *Chandrashekar (1999)* και τους *Naranjo and Ling (1997)*, είναι ότι «οι μετοχές των REITs μπορεί να παίξουν σημαντικό ρόλο στις στρατηγικές ενός δυναμικού επιμερισμού κεφαλαίων».



13.3 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ REAL ESTATE - REITs ΚΑΙ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ένα βασικό πρόβλημα όλων των επενδυτών είναι το πώς να προστατεύουν τον «πλούτο» τους απέναντι στον κίνδυνο από τον πληθωρισμό. Η δυνατότητα αντιστάθμισης του κινδύνου από τον πληθωρισμό των χρηματοοικονομικών αλλά και των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων, έχει μελετηθεί ιδιαίτερα. Είναι επαρκώς τεκμηριωμένο ότι οι αποδόσεις των μετοχών στις Η.Π.Α. και σε διάφορες άλλες χώρες δε σχετίζονται καθόλου ή σχετίζονται αντιστρόφως ανάλογα με τον πληθωρισμό, σε αντίθεση με την υπόθεση του *Fischer (1930)* (*Bodie, 1976; Jaffe and Mandelker, 1976; Fama and Schwert, 1977; Fama, 1981; Geske and Roll, 1983; Mandelker and Tandon, 1985; and Stulz, 1986*). Οι περισσότερες μελέτες με αντικείμενο τη σχέση μεταξύ της απόδοσης των REITs και του πληθωρισμού καταλήγουν σε παρόμοια συμπεράσματα (*Chatrath, 1998*). Μόνο σε ένα σχετικά μικρό αριθμό μελετών (*Gyourko and Linneman, 1988; Chen and Tzang, 1988*) υποδεικνύεται ότι τα REITs διαθέτουν κάποιες αντισταθμιστικές ικανότητες έναντι του πληθωρισμού και ποιο συγκεκριμένα έναντι του αναμενόμενου πληθωρισμού.

13.3.1 Αποδόσεις Ακίνητης Περιουσίας έναντι Πληθωρισμού

Έχει διαπιστωθεί ότι τα περιουσιακά στοιχεία έχουν διαφορετική συμπεριφορά στην «προσπάθεια» αντιστάθμισης του κινδύνου απέναντι στον αναμενόμενο και το μη αναμενόμενο πληθωρισμό (expected and unexpected inflation). Οι κοινές μετοχές δεν είναι καλά αντισταθμισμένες απέναντι στον κίνδυνο από τον αναμενόμενο και τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό στις περισσότερες αναπτυγμένες αγορές, σε αντίθεση με τις επενδύσεις ακίνητης περιουσίας που έχει διαπιστωθεί ότι έχουν καλή αντιστάθμιση κινδύνου απέναντι σε κάθε είδους πληθωρισμό. Κατά συνέπεια, η ακίνητη περιουσία αποτελεί παραδοσιακά ένα δημοφιλές επενδυτικό «εργαλείο» στις οικονομίες με υψηλό πληθωρισμό.

Το συμπέρασμα ότι η ακίνητη περιουσία είναι ένα επενδυτικό εργαλείο καλά αντισταθμισμένο απέναντι στον κίνδυνο από τον πληθωρισμό, είναι κοινό στις διάφορες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί τόσο σε διάφορες χώρες όσο και, στις Η.Π.Α. Η εργασία των *Hartzell, Heckman and Miles (1987)* για τις εταιρείες ακίνητης περιουσίας εξετάζει ένα χαρτοφυλάκιο με εμπορικά ακίνητα και καταλήγει στο ότι είναι καλά αντισταθμισμένο έναντι των διακυμάνσεων του αναμενόμενου και μη αναμενόμενου πληθωρισμού (expected and unexpected inflation) για την περίοδο 1973-1983. Νωρίτερα οι *Fama and Schwert (1977)*, των οποίων η μελέτη αποτελεί μια από τις σημαντικότερες που έχουν εκπονηθεί σε αυτό τον τομέα, συμπεραίνουν ότι οι κατοικίες είναι απόλυτα αντισταθμισμένες απέναντι σε κάθε είδους πληθωρισμό.

Πιο πρόσφατα, οι *Rubens, Bond and Webb (1989)* βρίσκουν ότι τα εμπορικά ακίνητα, οι κατοικίες και η αγροτική γη είναι μεν καλά αντισταθμισμένα απέναντι στον πληθωρισμό, αλλά όχι απόλυτα. Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν και άλλοι μελετητές όπως οι *Brueggman et al (1984)*, *Ibbotson and Siegel (1984)*, *Miles and Mahoney (1997)*. Γενικότερα, τα αποτελέσματα των μελετών δεν είναι απόλυτα για τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό. Ο *Wurtzebach et al. (1991)* μελετά τις αποδόσεις επαγγελματικής και βιομηχανικής στέγης και καταλήγει στο ότι δεν παρουσιάζουν αξιοσημείωτη αντιστάθμιση έναντι του μη αναμενόμενου πληθωρισμού. Ο χαμηλός πληθωρισμός μπορεί να αποτελέσει ένα σημαντικό παράγοντα για την αδιάφορη συμπεριφορά των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας απέναντι στις μεταβολές του μη αναμενόμενου πληθωρισμού.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, επίσης τα συμπεράσματα για την αντισταθμιστική ικανότητα της ακίνητης περιουσίας απέναντι στον πληθωρισμό είναι θετικά, *Limmack and Ward (1998)*, *Hoesli et al. (1997)*, *Miles (1996)*.

Αντίστοιχα αποτελέσματα έχουμε και από μελέτες σε χώρες όπως η Ελβετία (*Hoesli, 1994 and Liu et al., 1997*), ο Καναδάς (*Newell, 1995*), η Νέα Ζηλανδία (*Newell and Boyd, 1995*), η Αυστραλία (*Newell 1996*) και το Χονγκ Κονγκ



(Ganesan and Chiang, 1998). Ένα γενικότερο συμπέρασμα που προκύπτει και από μια πιο πρόσφατη μελέτη των *Sing και Low (2000)* είναι ότι η βιομηχανική ακίνητη περιουσία (industrial real estate), δηλαδή οι βιομηχανικές εγκαταστάσεις, είναι η πιο αποτελεσματικά αντισταθμισμένη κατηγορία ακινήτων απέναντι στον πληθωρισμό κάθε είδους, ενώ τα καταστήματα αντισταθμίζουν σημαντικά μόνο τον κίνδυνο απέναντι στον αναμενόμενο πληθωρισμό.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των μελετών σε Η.Π.Α και Ηνωμένο Βασίλειο, γενικά, υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι κοινές μετοχές δεν είναι καλά αντισταθμισμένες απέναντι στον πληθωριστικό κίνδυνο (Fama and Schwert, 1977; Hartzell et al., 1987; Liu et al., 1997; Coleman et al., 1994; and Gultekin, 1983). Εξετάζοντας τη σχέση ανάμεσα στον πληθωρισμό και τις αποδόσεις των κοινών μετοχών από το 1950 έως το 1980, οι Hasbrouck (1983) και Gultekin (1983) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός εξηγεί την αρνητική σχέση ανάμεσα στα δύο μεγέθη.

13.3.2 Αποδόσεις REITs έναντι Πληθωρισμού

Μερικές εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν την ικανότητα της ακίνητης περιουσίας να αντισταθμίζει τον κίνδυνο απέναντι στον πληθωρισμό (hedge against inflation), έχουν κατηγορηθεί για τη χρησιμοποίηση εκτιμήσεων στα δεδομένα της μελέτης. Σύμφωνα με τον *Yobaccio et al. (1995)*, μια λογική ακολουθία θα ήταν να χρησιμοποιούνται δεδομένα της αγοράς για την αξία των REITs, αντί για εκτιμηθείσες αξίες (appraisal values). Οι αγοραίες αποδόσεις (publicly traded returns) των REITs αντικατοπτρίζουν την αξία του εισοδήματος και της εκτιμηθείσας τιμής των υποκείμενων τίτλων, που διαμορφώνονται σε μια αγορά που προσαρμόζεται γρήγορα σε νέες πληροφορίες ή προσδοκίες. Επιπλέον, τα REITs χρησιμοποιήθηκαν ως μέσο αντιμετώπισης του προβλήματος της έλλειψης ρευστότητας στις αγορές ακίνητης περιουσίας, καθώς και για να

επιτύχουν αποτελεσματική ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου και ακίνητης περιουσίας.

Οι απόψεις ερευνητών σχετικά με την ικανότητα των REITs για αντιστάθμιση του κινδύνου απέναντι στον πληθωρισμό, είναι ανάμεικτες. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες πάντως, για τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των REITs και του πληθωρισμού καταλήγουν στο κοινό συμπέρασμα ότι δεν είναι πολύ καλά αντισταθμισμένα απέναντι σε κάθε είδους πληθωρισμό (*Murphy and Kleiman, 1989; Chan et al., 1990; Park et al. 1990; and Yobaccio et al. 1995*).

Οι *Murphy και Kleiman το 1989* εξετάζουν τις αποδόσεις των REITs και βρίσκουν ότι για μικρές χρονικές περιόδους, τα REITs δεν παρουσιάζουν καλή αντιστάθμιση έναντι του πληθωριστικού κινδύνου. Ο *Chan et al. (1990)* εντοπίζει κακή σχέση απόδοσης-κινδύνου μόνο για τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό σε σχέση με τα REITs. Ο *Park et al. (1990)*, διαπιστώνει ότι τα REITs έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά για την εξουδετέρωση του πληθωριστικού κινδύνου με τις κοινές μετοχές.

Από την άλλη κάποιες μελέτες, όπως των *Gyourko and Linnerman (1988)*, *Chen and Tzang (1988)*, *Chatrath and Liang (1998)*, συμπεραίνουν ότι τα REITs έχουν κάποια αντισταθμιστική ικανότητα έναντι του κινδύνου από τον πληθωρισμό. Οι *Gyourko and Linnerman (1988)* σημειώνουν ότι οι αποδόσεις των REITs αντισταθμίζονται ικανοποιητικά έναντι του αναμενόμενου πληθωρισμού, ενώ δεν ισχύει το ίδιο για τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό. Οι *Chen and Tzang (1988)* υποστηρίζουν ότι τόσο τα μετοχικά όσο και τα ενυπόθηκα REITs έχουν αντισταθμιστικές ικανότητες έναντι του αναμενόμενου πληθωρισμού.

Γενικά θα μπορούσε να αναφερθεί ότι οι αποδείξεις για την αντισταθμιστική ικανότητα των ακινήτων διαφέρουν πολύ μεταξύ των μελετών που εξετάζουν μη τιτλοποιημένη ακίνητη περιουσία και αυτών που εξετάζουν REITs (τιτλοποιημένη ακίνητη περιουσία). Αυτές οι διαφορές στη συμπεριφορά των

REITs και της μη τιτλοποιημένης ακίνητης περιουσίας, δεν είναι ξεκάθαρο αν οφείλονται στο χρηματιστηριακό μέρος των REITs (είναι γενικότερα αποδεκτό ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν την τάση να αναπτύσσουν σχέση αντίστροφης αναλογίας με την τιμή του πληθωρισμού) ή αν υφίσταται μια μακροπρόθεσμη συσχέτιση μεταξύ των REITs και του πληθωρισμού, την οποία οι κλασσικές οικονομικές θεωρίες αδυνατούν να απεικονίσουν.

Ο *Arjun Chatrath (1998)* υποστηρίζει στη μελέτη του ότι δεν υπάρχουν επαρκείς αποδείξεις, οι οποίες να στηρίζουν την υπόθεση ότι η φαινομενική έλλειψη συσχέτισης μπορεί να αποδοθεί στο χρηματιστηριακό κομμάτι των REITs.

Ο *Isil Erol (2006)* σε μελέτη που εκπόνησε σχετικά με τις δυνατότητες αντιστάθμισης του κινδύνου από τον πληθωρισμό των τουρκικών REITs, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι στη χρονική περίοδο 1999-2004, τα τουρκικά REITs παρουσίασαν καλή αντισταθμιστική ικανότητα απέναντι στον κίνδυνο του πραγματοποιήσιμου αλλά και του αναμενόμενου πληθωρισμού, και μάλιστα με συγκριτική διαφορά έναντι των τουρκικών μετοχών (ISE-stocks). Διαπιστώνει επίσης, ότι τα REITs που επενδύουν σε κατοικίες και επαγγελματική στέγη, παρουσιάζουν χαρακτηριστικά αντιστάθμισης κινδύνου απέναντι στον αναμενόμενο πληθωρισμό και σε ενδεχόμενες μεταβολές αυτού. Αντίθετα, υπάρχουν και REITs τα οποία έχουν παρόμοια συμπεριφορά με τις μετοχές (ISE-stocks) όσον αφορά στην αντισταθμιστική τους ικανότητα απέναντι σε μεταβολές του αναμενόμενου πληθωρισμού, έχοντας αρνητική συσχέτιση μεταξύ των πραγματικών αποδόσεών τους και των μεταβολών του αναμενόμενου πληθωρισμού. Συμπεραίνει λοιπόν, ότι καθώς ο αναμενόμενος πληθωρισμός τείνει να αυξάνεται (μειώνεται), οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων μειώνονται (αυξάνονται).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ





Ολοκληρώνοντας την παρούσα διατριβή, είναι σκόπιμο να γίνει μια ανασκόπηση του περιεχομένου της, προκειμένου να καταλήξουμε σε κάποια συμπεράσματα. Αναλύθηκαν οι βασικοί όροι, τα χαρακτηριστικά και η σημερινή κατάσταση του real estate σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά και με έμφαση στην Ελλάδα. Στη συνέχεια δόθηκαν οι έννοιες, τα χαρακτηριστικά, τα είδη, η ισχύουσα νομοθεσία και η τρέχουσες συνθήκες σε ό,τι αφορά στα REITs ή, για την Ελλάδα, στις ΑΕΕΑΠ. Εξετάστηκαν επίσης οι προοπτικές των REITs ή ΑΕΕΑΠ σε παγκόσμιο αλλά και εθνικό επίπεδο και τέλος πραγματοποιήθηκε μια γενικότερη μελέτη σε σχέση με τις αποδόσεις των REITs διεθνώς και τη σχέση των αποδόσεών τους με τον πληθωρισμό.

Μετά από γενικότερη επισκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας - αρθρογραφίας και μελέτη διαφόρων επιστημονικών ερευνών – μελετών από διεθνείς οργανισμούς, σχετικά με την ακίνητη περιουσία και ειδικότερα τις εταιρείες που επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας, REITs, διαπιστώνεται ότι τα οφέλη από την επένδυση σε REITs είναι πολλαπλά, τόσο για τα Χρηματιστήρια όσο και για το real estate των διαφόρων κρατών.

Είναι μια επιλογή για τους μικροεπενδυτές, αλλά και για τους μεγάλους ξένους και Έλληνες θεσμικούς, οι οποίοι μπορούν να αγοράσουν μετοχές εταιρειών οι οποίες επενδύουν στο ασφαλές «καταφύγιο» των ακινήτων. Για την Ελλάδα συγκεκριμένα, η ανάπτυξη των REITs έχει σαν αποτέλεσμα την εισροή χρήματος στο Χρηματιστήριο, αλλά και θα βοηθήσει στην περαιτέρω ανάπτυξη της κτηματαγοράς, με ό,τι αυτό συνεπάγεται για την ελληνική οικονομία.

Συμπερασματικά, μετά από μελέτη της γενικότερης βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας σχετικά με το θεσμό και τις αποδόσεις των REITs, μπορούμε να πούμε ότι οι μελέτες που χρησιμοποιούν τις επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία ως μέσο αντιστάθμισης του κινδύνου ενάντια στον πληθωρισμό, είναι αρκετά ενθαρρυντικές. Η ακίνητη περιουσία γενικότερα, θεωρείται μια πολύ ασφαλής

επένδυση και είναι απόλυτα αντισταθμισμένη απέναντι στον κίνδυνο του πληθωρισμού. Με άλλα λόγια, μια προς τα πάνω μεταβολή του πληθωρισμού δεν επηρεάζει αρνητικά τις αποδόσεις της ακίνητης περιουσίας.

Από την άλλη μεριά το γενικότερο συμπέρασμα για την επένδυση σε REITs, είναι ότι αποτελούν ένα σχετικά καλό αντισταθμιστικό «εργαλείο» έναντι του αναμενόμενου πληθωρισμού, αλλά δυστυχώς δεν έχουν την ίδια συμπεριφορά και έναντι του μη αναμενόμενου πληθωρισμού.

Γενικότερα πάντως οι αποδόσεις των REITs ανά τον κόσμο, βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα για τους επενδυτές, γεγονός που εξηγεί την ραγδαία εξέλιξη του θεσμού αυτού, τη διαρκή βελτίωση του θεσμικού πλαισίου που τα διέπει, τη συνεχή είσοδο νέων εταιρειών στην αγορά των REITs και την ολοένα και μεγαλύτερη προσέλκυση νέων επενδυτών στην αγορά επενδύσεων ακίνητης περιουσία.

ΠΗΓΕΣ

ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Andy C.W. Chui, Sheridan Titman and K.C. John Wei, (2003), The Cross-Section of Expected REIT Returns, Real Estate Economics, Vol. 31:3, p. 451-479(29).

Bernanke, B, A. Blinder (1992), The federal funds rate and the channels of monetary policy, American Economic Review, Vol. 82, p. 901-21

Block, R.L. (2002), Investing in REITs, Bloomberg Press.

Brueggeman W, A. Chen, DE Logue (1992), Some additional evidence on the performance of commingled real estate investment funds: 1972-1991. Journal of Real Estate Research, Vol. 7, p. 433-448

Brueggeman, W., A. Chen and T. Thibodeau (1984), Real Estate Investment Funds: Performance and Portfolio Considerations, The Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 13, p. 333-54.

Chan, K.C., P.H. Hendershott and A.B. Sanders (1990), Risk and Return on Real Estate: Evidence for Equity REITs, The Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 18, p. 431-52.

Chandrashekar V. (1999), Time-series properties and diversification benefits of REIT returns, Journal of Real Estate Research, Vol. 17:1-2, p. 91-112.



Chatrath, A. and Y. Liang (1998), REITs and Inflation: A Long-Run Perspective, Journal of Real Estate Research, Vol. 16:3, p. 311-25.

Chen, K. and D. Tzang (1988), Interest-Rate Sensitivity of Real Estate Investment Trusts, Journal of Real Estate Research, Vol.3, p. 13-22.

Coleman, M., S. Hudson-Wilson and J.R. Webb (1994), Real Estate in the Multi- Asset Portfolio, in Managing Real Estate Portfolios (Ed.) S. Hudson-Wilson and C.H. Wurtz bach, Burr Ridge, IL and New York: Richard D. Irwin.

Fama, E.F. and G.W. Schwert (1977), Asset Returns and Inflation, Journal of Financial Economics, Vol. 5, p. 115-46.

Fama, E. and M. Gibbons (1982), Inflation, Real Returns and Capital Investment, Journal of Monetary Economics, Vol.5, p. 292-323.

Fisher, I. (1930), The Theory of Interest, New York, NY: MacMillan.

Ganesan, S. and Y.H. Chiang (1998), The Inflation Hedging Characteristics of Real and Financial Assets in Hong Kong, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 4:1, p. 55-67.

Garrigan, R. and J. F.C. Parsons (1998), Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy, Mc Grow - Hill

Gultekin, N.B. (1983), Stock Market Returns and Inflation: Evidence from Other Countries, Journal of Finance, Vol. 38:1, p. 49-65.

Gyourko, J. and P. Linneman (1988), Owner-Occupied Homes, Income-Producing Real Property, and REITs as Inflation Hedges, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol.1, p. 347-72.



Hartzell, D, J.S., Hekman and M.E. Miles (1987), Real Estate Returns and Inflation, The Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol.15, p. 617-37.

Hasbrouck, J. (1983), Stock Returns, Inflation, and Economic Activity: The Survey Evidence, Journal of Finance, Vol. 39, p. 1292-1310.

Hoesli, M. (1994), Real Estate as Hedge against Inflation: Learning from the Swiss Case, Journal of Property Valuation and Investment, Vol. 13:3, p. 51-9.

Hoesli, M, B.D. MacGregor, G. Matsiyak and N. Nanthakumaran (1997), The Short-Term Inflation Hedging Characteristics of U.K. Real Estate, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 15:1, p. 27-57.

Ibbotson, R. and L. Siegel (1984), Real Estate Returns: A Comparison with Other Investments, The Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol.12, p. 219-42.

Imperiale, R. (2006), Getting started in Real Estate Investment Trusts, John Wiley & Sons.

Isil Erol, (2006), The Inflation-Hedging Properties of Turkish REITs, Working Paper, p. 2-23.

Ling, D. and Naranjo A., (2003), The Dynamics of REIT Capital Flows and Returns, Journal of Real Estate Research

Liu, C.H., D.J. Hartzell and M.E. Hoesli (1997), International Evidence on Real Estate Securities as an Inflation Hedge, Real Estate Economics, Vol. 25:2, p. 193-221.



Miles, D. (1996), Property and Inflation, *Journal of Property Finance*, Vol. 7:1, p. 6-20.

Miles, M. and J. Mahoney (1997), Is Commercial Real Estate an Inflation Hedge? *Real Estate Finance*, Vol. 13:4, p. 31-45.

Mullaney, J. (1998), *REITs: Building Profits with Real Estate Investment Trusts*, John Wiley & Sons, Inc.

Murphy, J. and R. Kleiman (1989), The Inflation-Hedging Characteristics of Equity REITs: An Empirical Study, *Quarterly Review of Economics and Business*, Vol. 29, p.95-101.

Nelson, C. (1976), Inflation and Rates of Return on Common Stock, *Journal of Finance*, Vol. 31, p. 471-83.

Newell, G. and T. Boyd (1995), Inflation-Hedging Attributes of New Zealand Commercial Property, *New Zealand Valuers' Journal*, p. 50-54.

Onder, Z. (2000), High Inflation and Returns on Residential Real Estate: Evidence from Turkey, *Applied Economics*, Vol. 32:7, p. 917-31.

Park, Y.J., D.J. Mullineaux and I. Chew (1990), Are REITs Inflation Hedges? *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 3, p. 91-103.

Rubens, J, M. Bond and J. Webb (1989), The Inflation-Hedging Effectiveness of Real Estate, *Journal of Real Estate Research*, Vol.4, p. 45-56.

Stulz, R. (1986), Asset Pricing and Expected Inflation, *Journal of Finance*, Vol. 41, p. 209-24.



Wurtzebach, C.H., G.R. Mueller and D. Machi (1991), The Impact of Inflation and Vacancy on Real Estate Returns, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 6:2, p. 153-58.

Yobaccio, E., J. Rubens and D.C. Ketcham (1995), The Inflation-Hedging Properties of Risk Assets: The Case of REITs, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 10, p. 279-96.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Καραμούζης, Ν. και Χαρδούβελης, Γ., (2007), Αγορά Κατοικίας : Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Καρυτινός, Α. (2006), «Έμμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία», σύνοψη μελέτης που δημοσιεύτηκε στην ειδική δίγλωσση ετήσια έκδοση του περιοδικού *Real Estate and Development* για το 2006, με τίτλο « Η Αγορά Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα», (Greek Real Estate Market).

Καρυτινός, Α. (2005), Έμμεσες επενδύσεις στο Real Estate: τα Ευρωπαϊκά REICs, παρουσίαση στο ετήσιο συνέδριο Real Estate της Prodexpo.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

<http://www.alphabank.gr>

<http://www.bankofgreece.gr>

<http://www.citigroup.com>

<http://www.epra.com>, **European Public Real Estate Association**

<http://www.eurobank.gr>

<http://www.findarticles.com>

<http://www.ing.com> : ING Real Estate, Global Vision, January 2007

<http://www.investinreits.com> : The Investor's Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs), May 2003

<http://www.kathimerini.gr>

<http://www.naftemporiki.gr>

<http://www.nareit.com>, **National Association of Real Estate Investment Trusts**

<http://www.piraeusbank.gr>

<http://www.tovima.gr>

ΤΡΑΠΕΖΕΣ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ

- **EFG Eurobank Ergasias:**
 - A) Δελτίο, Οικονομία και Αγορές: Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες, (2006)
 - B) Ημερίδα με θέμα: Είναι Υπερτιμημένες οι Τιμές των Ακινήτων; Διεθνείς Τάσεις & Επενδυτικές Ευκαιρίες, (2006)
- **Citigroup:**

Global Property Strategy, (2006).
- **Ένωση Ελληνικών Τραπεζών:**

Υλικό σεμιναρίου με θέμα: Χρηματοοικονομική διαχείριση ακίνητης περιουσίας *Περιουσίας* (Real Estate Finance) : Δομή αγοράς – Μεθοδολογία – Εκτίμηση – Αξιολόγηση – Θεσμικό πλαίσιο, (2005).
- **ING Real Estate:**

ING Real Estate Investment Management, Research and Strategy, Global Vision,(2007)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Ν 2778/1999/Α-295 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρ. Επενδύσεων

ΦΕΚ Α'295/30.12.99 ΝΟΜΟΣ ΥΠ'ΑΡΙΘ.2778 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ

Εκδίδομε τον ακόλουθο νόμο που ψήφισε η Βουλή:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Άρθρο 1 Ορισμός αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας

Το αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας είναι ομάδα περιουσίας, η οποία σχηματίζεται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα.

Άρθρο 2 Διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Το αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας δεν έχει νομική προσωπικότητα. Η διαχείρισή του ασκείται από Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), που συνιστάται και λειτουργεί σύμφωνα με τα οριζόμενα στις επόμενες παραγράφους του παρόντος άρθρου ή είναι εταιρία διεπόμενη από τις διατάξεις του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ 167 Α') που πληροί τις προϋποθέσεις της παρ. 7 του παρόντος άρθρου. Για τους σκοπούς του παρόντος νόμου με τον όρο Α.Ε.Δ.Α.Κ. νοούνται εταιρίες και των δύο ανωτέρω κατηγοριών.

2. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. λαμβάνει υποχρεωτικά τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας και έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, στην οποία περιλαμβάνεται και η διαχείριση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας. Για τη σύστασή της εφαρμόζονται ανάλογα οι διατάξεις των παραγράφων 1, 2 και 5 του άρθρου 27 του ν. 1969/1991, όπως ισχύουν. Για τη χορήγηση της άδειας λειτουργίας της Α.Ε.Δ.Α.Κ., η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει αν η εταιρία, τα μέλη της διοίκησής της και το διευθυντικό της στελέχη διαθέτουν εμπειρία στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητα. Αν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ζητήσει και τη σύσταση αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 1969/1991, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει αν τα ανωτέρω πρόσωπα διαθέτουν επίσης εμπειρία στον τομέα των επενδύσεων σε κινητές αξίες.

3. Για την τροποποίηση του καταστατικού της καθώς και για την αύξηση του κεφαλαίου της, απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απαιτείται και για τη συμβατική μεταβίβαση μετοχών της Α.Ε.Δ.Α.Κ., εφόσον ο αποκτών τις μετοχές συγκεντρώνει με τη μεταβίβαση αυτήν, ποσοστό τουλάχιστον δέκα τοις εκατό (10%) του κεφαλαίου της εταιρίας. Για τη χορήγηση της άδειας εφαρμόζεται το τελευταίο εδάφιο της παρ. 6 του άρθρου 27 του ν. 1969/1991. Η παράλειψη της άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνεπάγεται την απόλυτη ακυρότητα της μεταβίβασης.

4. Οποιαδήποτε άλλη μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης της Α.Ε.Δ.Α.Κ., εκτός αυτής που προβλέπεται, στην προηγούμενη παράγραφο, όπως και οποιαδήποτε μεταβολή της σύνθεσης του διοικητικού της συμβουλίου και των προσώπων που χαράσσουν την επιχειρηματική της πολιτική ή εκπροσωπούν την εταιρία, γνωστοποιούνται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χωρίς καθυστέρηση. Η διάταξη της "αρ. 5 του άρθρου 27 του ν. 1969/1991 εφαρμόζεται αναλόγως.

5. Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανέρχεται τουλάχιστον σε ένα δισεκατομμύριο (1.000.000.000) δραχμές, που καταβάλλεται ολοσχερώς κατά τη σύστασή της. Το ποσό αυτό μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι μετοχές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ονομαστικές. Τουλάχιστον τα δύο πέμπτα (2/5) του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

πρέπει να ανήκουν σε νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου ή ασφαλιστικό ταμείο ή ανώνυμη εταιρία με μετοχικό κεφάλαιο ύψους τουλάχιστον πέντε δισεκατομμυρίων (5.000.000.000) δραχμών ολοσχερώς καταβεβλημένο το ύψος του ανωτέρω ποσού μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, ύστερα από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Δεν επιτρέπεται η συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. φυσικού ή νομικού προσώπου σε ποσοστό που υπερβαίνει το πενήντα τοις εκατό (50%) του κεφαλαίου της εταιρίας.

6. Δεν επιτρέπεται η συμμετοχή στο κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. εταιριών με κύριο αντικείμενο δραστηριότητας την κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων σε ποσοστό που υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) για καθεμία από αυτές και το είκοσι τοις εκατό (20%) για το σύνολο εταιριών με το παραπάνω αντικείμενο δραστηριότητας.

7. Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, που συνιστώνται και λειτουργούν σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 1969/1991, μπορούν να διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας εφόσον:

α) πληρούν τις προϋποθέσεις που προβλέπονται στο παρόν άρθρο για τη σύσταση και λειτουργία των Α.Ε.Δ.Α.Κ.,

β) έχουν λάβει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδεια για τη διαχείριση και αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας και

γ) η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας περιλαμβάνεται στο σκοπό των εταιριών αυτών.

Άρθρο 3 Εκπροσώπηση μεριδιούχων

Οι μεριδιούχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας εκπροσωπούνται δικαστικά και εξώδικα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της εταιρίας αυτής ή του θεματοφύλακα σχετικές με την ενταγμένη στο αμοιβαίο κεφάλαιο περιουσία.

Άρθρο 4 Έδρα αμοιβαίου κεφαλαίου

Το αμοιβαίο κεφάλαιο του παρόντος νόμου θεωρείται ότι έχει την έδρα του στην Ελλάδα, εφόσον η Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχει την έδρα της στην Ελλάδα. Στην περίπτωση αυτήν η κεντρική διοίκηση του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι υποχρεωτικά στην Ελλάδα.

Άρθρο 5 Σύσταση αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Το αμοιβαίο κεφάλαιο του παρόντος νόμου συνιστάται ύστερα από άδεια που χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η άδεια χορηγείται ύστερα από αίτηση της Α.Ε.Δ.Α.Κ., εφόσον συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

α) Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει προηγουμένως χορηγήσει άδεια λειτουργίας στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και έχει εγκρίνει την εκλογή του θεματοφύλακα και τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

β) Οι διευθύνοντες την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο θεματοφύλακας διαθέτουν εμπειρία στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητα και ανταποκρίνονται στα κριτήρια καταλληλότητας που προβλέπονται στην παράγραφο 3 του άρθρου 17α του ν. 1969/1991. Οι διατάξεις της παραγράφου αυτής εφαρμόζονται αναλόγως.

γ) Στο σχέδιο κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας λαμβάνεται επαρκής μέριμνα για τη διαφύλαξη των συμφερόντων των μεριδιούχων του.

2. Με την αίτηση για τη χορήγηση της άδειας συστάσεως των αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποβάλλει:

α) Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του αρχικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, τα οποία πρέπει να είναι συνολικής αξίας τουλάχιστον δέκα δισεκατομμυρίων (10.000.000.000) δραχμών. Το ύψος του ποσού αυτού μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τα στοιχεία του ενεργητικού είναι μετρητά ή ακίνητα και η αποτίμησή τους διενεργείται σύμφωνα με τις διατάξεις των παραγράφων 7 έως και 9 του άρθρου 6 του παρόντος.

β) Δήλωση πιστωτικού ιδρύματος που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα ότι δέχεται να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας.

γ) Σχέδιο κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, το οποίο υπογράφεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα.

δ) Επενδυτικό σχέδιο με τον ειδικότερο επενδυτικό προσανατολισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται, με κανονιστική απόφασή της να καθορίσει το ειδικότερο περιεχόμενο του επενδυτικού σχεδίου.

3. Εντός έξι (6) μηνών από τη χορήγηση της άδειας σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, πρέπει να κατατεθεί στο θεματοφύλακα το ορχικό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, πλην αυτού που αποτελείται από ακίνητα. Η κατάθεση πιστοποιείται από το θεματοφύλακα, με ειδική βεβαίωση, η οποία υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. εντός της ανωτέρω περιόδου των έξι (6) μηνών. Ο θεματοφύλακας πιστοποιεί ομοίως ότι έχουν τηρηθεί οι νόμιμες διαδικασίες μεταβίβασης στο αμοιβαίο κεφάλαιο των ακινήτων που εισφέρθηκαν στο αρχικό ενεργητικό αυτού.

4. Το αργότερο εντός έξι (5) μηνών από την υποβολή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της βεβαίωσης κατάθεσης της ανωτέρω παραγράφου 2, το ενεργητικό αυτό πρέπει να επενδυθεί, κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 5 του παρόντος νόμου και σύμφωνα με το επενδυτικό πρόγραμμα της παρ. 2 περίπτωση δ' του παρόντος άρθρου. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. καταρτίζει αναλυτική κατάσταση των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, σύμφωνα με την παρ. 6 του άρθρου 9 του παρόντος νόμου στ τέλος του εξαμήνου ή όταν θα έχει γίνει η προσαρμογή του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου με τις διατάξεις του άρθρου 6 του παρόντος νόμου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται με απόφασή της να παρατείνει την προθεσμία του πρώτου εδαφίου έως δύο (2) έτη αν διαπιστώνει ικανοποιητική υλοποίηση του υποβληθέντος επενδυτικού σχεδίου ή και την ύπαρξη συνθηκών στην αγορά ακινήτων ή κινητών αξιών που δικαιολογούν την παράταση της προθεσμίας αυτής.

5. Η μη τήρηση των υποχρεώσεων που προκύπτουν από τις παραγράφους 3 και 4 του παρόντος άρθρου συνεπάγεται την υποχρεωτική ανάκληση της άδειας σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας.

6. Η διάθεση μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, καθώς και η διαφήμισή του απαγορεύεται πριν τη δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της άδειας σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου και την τήρηση των υποχρεώσεων των παραγράφων 1 και 2 του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 6 Ενεργητικό και κανόνες αποτίμησης

1. Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδύεται υποχρεωτικά:

α) Σε ποσοστό τουλάχιστον εβδομήντα τοις εκατό (70%), σε ακίνητη περιουσία, κατά την έννοια της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου.

β) Σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 32 παρ. 1 περιπτώσεις α' έως ε' και παρ 4 του ν. 1969/1991. Η επένδυση σε κινητές αξίες δεν είναι δυνατόν να υπερβεί το δέκα τοις εκατό (10%) του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

γ) Σε ποσοστό τουλάχιστον δέκα τοις εκατό (10%) σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις πιστωτικούς τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας, για το υπόλοιπο ποσοστό.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας δεν επιτρέπεται να επενδύει σε πολύτιμα μέταλλα ή σε παραστατικούς τους τίτλους.

2. Ως ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύεται το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, νοούνται τα ακίνητα που ευρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος, σύμφωνα με την επόμενη περίπτωση γ', αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία στο όνομα του αμοιβαίου κεφαλαίου και:

α) Μπορούν άμεσα είτε να χρησιμοποιηθούν ως επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό είτε να αποτελέσουν αντικείμενο οργανωμένης δόμησης, μόνα τους ή από κοινού με άλλα ακίνητα, ή

β) Είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή (εργασίες συντήρησης ή αναπαλαίωσης ή μεταβολής χρήσης) και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς που αναγράφονται ανωτέρω στο στοιχείο α), στο άμεσο μέλλον, σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη της Α.Ε.Δ.Α.Κ., ειδικό προς αυτό το σκοπό και που κοινοποιείται στην Επιτροπή κεφαλαιαγοράς και, επιπλέον, η αποπεράτωση ή επισκευή τους, είναι δυνατόν να ολοκληρωθεί εντός εύλογου, ανάλογα με τις περιστάσεις χρόνου και τα έξοδα αποπεράτωσης ή επισκευής δεν υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, ποσοστό είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) επί της συνολικής αξίας του ακινήτου, όπως θα υφίσταται μετά την αποπεράτωση ή επισκευή με βάση τους κανόνες αποτίμησης, των παραγράφων 7 έως 9 του παρόντος άρθρου, το πρόγραμμα του προηγούμενου εδαφίου αναφέρει το χρονικό διάστημα, εντός του οποίου προβλέπεται να ολοκληρωθεί η αποπεράτωση ή επισκευή του ακινήτου και αναλυτική πρόβλεψη των εξόδων αποπεράτωσης ή επισκευής, ή

γ) Ακίνητα που βρίσκονται σε άλλα, εκτός από αυτό που αναφέρονται στην περίπτωση α' κράτη και είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για κάποιον από τους σκοπούς που αναγράφονται στην περίπτωση α. εφόσον, στο σύνολό τους, δεν υπερβαίνουν σε αξία το δέκα τοις εκατό (10%) του συνόλου των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε ακίνητα

Με την επιφύλαξη του αμέσως επόμενου εδαφίου, η αξία του συνόλου των ακινήτων, τα οποία δεν' έχουν αποκτηθεί κατά πλήρη κυριότητα στο όνομα του αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν πρέπει να υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) του συνόλου των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε ακίνητη περιουσία. Επιτρέπεται η απόκτηση στο όνομα του αμοιβαίου κεφαλαίου δικαιωμάτων από χρηματοδοτική μίσθωση επί ακινήτων, κατά την έννοια των περιπτώσεων α' και β' της παρούσας παραγράφου, εφόσον το σύνολο αυτών των δικαιωμάτων, δεν υπερβαίνει, σε αξία, το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και καθένα από αυτά τα δικαιώματα δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) του ενεργητικού αυτού.

3. Η αξία κάθε ακινήτου κατά την έννοια των περιπτώσεων α' και β. της προηγούμενης παραγράφου, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει, κατά το χρόνο της

απόκτησης, το δεκαπέντε τοις εκατό (15%) της αξίας του συνόλου του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ακίνητα, που συνδέονται άμεσα μεταξύ τους, κατά τρόπο ώστε αυτά τα ακίνητα να μην είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν χωριστά, θεωρούνται, για την εφαρμογή του προηγούμενου εδαφίου, ως ενιαία ακίνητα. Το όριο του πρώτου εδαφίου αυξάνεται σε είκοσι πέντε τοις εκατό (25%), εάν πρόκειται για ακίνητα, το οποίο μπορεί να διαχωριστεί σε περισσότερα ακίνητα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν αυτοτελώς για κάποιον από τους σκοπούς που αναφέρονται στην περίπτωση α' της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου.

4. Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες από αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας υπόκεινται στους ακόλουθους περιορισμούς:

α) Η επένδυση σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει ποσοστό τρία τοις εκατό (3%) επί του ανώτατου επιτρεπόμενου ποσοστού επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, σε κινητές αξίες. Το ποσοστό του προηγούμενου εδαφίου αυξάνεται σε πέντε τοις εκατό (5%), εάν πρόκειται για κινητές αξίες οι οποίες έχουν εκδοθεί από κράτος, από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο μετέχει κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, καθώς και όταν για αυτές τις κινητές αξίες έχει εγγραφεί κάποιος από τους ανωτέρω οργανισμούς.

β) Οι επενδύσεις αυτές γίνονται υποχρεωτικά σε κινητές αξίες τουλάχιστον έξι εκδοτών.

γ) Ως προς την επένδυση για το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται μία Α.Ε.Δ.Α.Κ., χωρίς να εξετάζεται εάν αυτό εμπίπτουν ή όχι στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος νόμου, ισχύουν τα οριζόμενα στο άρθρο 34 του ν. 1969/1991.

δ) Οι επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας σε κινητές αξίες, που εκδίδονται από εταιρίες με αντικείμενο δραστηριότητας την κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, το είκοσι τοις εκατό (20%) των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες της παρ. 1 περίπτωση β' του άρθρου αυτού.

ε) Η επένδυση σε μερίδια άλλων οργανισμών συλλογικών, επενδύσεων επιτρέπεται μόνο εφόσον οι συγκεκριμένοι οργανισμοί εμπίπτουν είτε στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας 85/611 του Ευρωπαϊκού οικονομικού Χώρου, όπως ισχύει είτε στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος νόμου ή αντίστοιχης νομοθετικής ή κανονιστικής ρύθμισης άλλου κράτους μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου. Σε κάθε περίπτωση, η επένδυση σε καθένα από τους ανωτέρω οργανισμούς δεν πρέπει να υπερβαίνει το τρία τοις εκατό (3%) του ανώτατου επιτρεπόμενου ορίου επένδυσης σε κινητές αξίες και το σύνολο των επενδύσεων σε τέτοιους οργανισμούς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το πέντε τοις εκατό (5%) του ανωτέρω ορίου.

στ) Οι προϋποθέσεις για τη διενέργεια επενδύσεων: κατ' εφαρμογή του άρθρου 32 παρ. 4 του ν. 1969/1991 καθορίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Οι διατάξεις των άρθρων 35 και 36 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται και στα αμοιβαία κεφάλαια του παρόντος νόμου, ως προς τις επενδύσεις τους σε κινητές αξίες. Σε περίπτωση μη τήρησης του ορίου επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, για λόγους ανεξάρτητους από τη βούληση της Α.Ε.Δ.Α.Κ., αυτή οφείλει να προβεί στις αναγκαίες ενέργειες, ώστε, κατά την αποτίμηση της ακίνητης περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου στο τρίτο τρίμηνο από τη διαπίστωση της μη τήρησης να μην υφίσταται αυτή.

5. Απαγορεύεται η απόκτηση από αμοιβαίο κεφάλαιο δικαιώματος σε ακίνητο, το οποίο έχει ενταχθεί στα αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών.

6. Τα ακίνητα στο οποία επενδύει η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ασφαλίζονται υποχρεωτικά. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθορίζεται το ελάχιστο περιεχόμενο των ασφαλιστικών συμβολαίων.

7. Με την επιφύλαξη των όσων ορίζονται στις παραγράφους 8 και 9 του παρόντος, με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, ορίζονται ο τρόπος και τα μέσα αποτίμησης της αξίας των στοιχείων της ακίνητης περιουσίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και ρυθμίζεται κάθε σχετικό θέμα. Η αποτίμηση των κινητών αξιών, που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, γίνεται



σύμφωνα με τα οριζόμενα στα άρθρα 32 παρ. 2 και 43 παρ. 1 του ν. 1969/1991. όπως ισχύει.

8. Η αποτίμηση της αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας διενεργείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ., ως προς μεν τα στοιχεία της ακίνητης περιουσίας στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου, ως προς δε τα λοιπά στοιχεία καθημερινό. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ., για την αποτίμηση των στοιχείων της ακίνητης περιουσίας, δεσμεύεται από ειδική τακτική έκθεση, που συντάσσεται κάθε φορά για το σκοπό αυτόν, από εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών του άρθρου 15 του ν. 820/1978, όπως εκάστοτε ισχύει. Ο εκτιμητής του προηγούμενου εδαφίου ορίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, μπορεί να ορίζονται περιπτώσεις κατά τις οποίες συντάσσονται και έκτακτες εκθέσεις εκτίμησης των στοιχείων της ακίνητης περιουσίας. Με την ίδια απόφαση μπορεί να ορίζεται η προθεσμία μέσα στην οποία μπορεί να περατωθεί η εκτίμηση αυτή και ρυθμίζεται κάθε άλλο ειδικότερο θέμα. Μέχρι να ολοκληρωθεί η έκτακτη εκτίμηση των στοιχείων της ακίνητης περιουσίας αναστέλλεται η εξαγορά των μεριδίων.

9. Η ένταξη ακινήτου ή δικαιώματος επί ακινήτου στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου προϋποθέτει προηγούμενη εκτίμηση της αξίας του από τον εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών της προηγούμενης παραγράφου, η οποία θα διενεργείται ειδικά για αυτό το σκοπό και θα λαμβάνει υπόψη κάθε γεγονός το οποίο, μέχρι την ημερομηνία ένταξης του ακινήτου στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, μπορεί να επηρεάσει την αξία του συγκεκριμένου ακινήτου. Η εκτίμηση είναι δεσμευτική. Επιτρέπεται το τίμημα που θα καταβληθεί από το αμοιβαίο κεφάλαιο, για την απόκτηση του ακινήτου ή του δικαιώματος επί ακινήτου, να είναι χαμηλότερο από την αξία του ακινήτου ή του δικαιώματος, όπως αυτή θα έχει προσδιοριστεί από τον εκτιμητή. Οι διατάξεις των προηγούμενων εδαφίων εφαρμόζονται και για τη μεταβίβαση στοιχείων της ακίνητης περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου. Δεν επιτρέπεται όμως το τίμημα που θα λάβει το αμοιβαίο κεφάλαιο, για τη μεταβίβαση να είναι μικρότερο από την αξία του ακινήτου, που αναφέρεται στην εκτίμηση του εκτιμητή. Σε κάθε



περίπτωση δεν επιτρέπεται η μεταβίβαση ακινήτου το οποίο έχει ενταχθεί στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, πριν από την πάροδο τριετίας από την απόκτησή του.

10. Οι εγγραφές και καταχωρήσεις στα επίσημα αρχεία, ιδίως στο Κτηματολόγιο και στα Υποθηκοφυλακεία, σχετικά με την απόκτηση ή μεταβίβαση ακινήτων ή άλλων εμπραγμάτων δικαιωμάτων από αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας γίνονται με ευθύνη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. το όνομα του αμοιβαίου κεφαλαίου, όπως αυτό προσδιορίζεται στην άδεια λειτουργίας του που χορηγήθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

11. Η μη τήρηση των όρων του παρόντος άρθρου σχετικό με την απόκτηση ακινήτου από αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας ή τη μεταβίβαση ακινήτου από το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν συνεπάγεται την ακυρότητα της απόκτησης ή μεταβίβασης του ακινήτου.

12. Ο προσδιορισμός της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας διενεργείται σύμφωνα με τις διατάξεις των παραγράφων 7 έως και 8 του παρόντος άρθρου. Για τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας αφαιρούνται από το ενεργητικό του οι αμοιβές και προμήθειες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα, οι αμοιβές άλλων προσώπων για πράξεις που ανάγονται στη λειτουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι δαπάνες του αμοιβαίου κεφαλαίου που σύμφωνα με το οριζόμενο στον κανονισμό βαρύνουν αυτό και τα διανεμόμενα στους μεριδιούχους κέρδη.

13. Για τον προσδιορισμό της αξίας κάθε μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας διαιρείται το σύνολο της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου με τον αριθμό των μεριδίων. Η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς του μεριδίου επιτρέπεται να υπερβαίνει την αξία του ή να υπολείπεται, αντίστοιχα, της αξίας αυτού κατά την προμήθεια της Α.Ε.Δ.Α.Κ.



Άρθρο 7 Θεματοφύλακας

1. Τα στοιχεία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, εκτός αυτών που αποτελούν την ακίνητη περιουσία του, κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα, που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, με φυσική εγκατάσταση. Ο Θεματοφύλακας ασκεί καθήκοντα ταμιά του αμοιβαίου κεφαλαίου.

2. Ο Θεματοφύλακας διενεργεί έλεγχο της δραστηριότητας της Α.Ε.Δ.Α.Κ. σχετικά με κάθε ζήτημα που αφορά στη νομιμότητα της διαχείρισης και στην αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Συνυπογράφει τις ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, καθώς και τις εξαμηνιαίες καταστάσεις επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ελέγχει το νόμιμο υπολογισμό της αξίας των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου και διασφαλίζει την καταβολή του αντιτίμου της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο εντός των νόμιμων ή συνήθων προθεσμιών. Ως προς το στοιχεία ακίνητης περιουσίας, ο θεματοφύλακας παρακολουθεί και ελέγχει τη διενέργεια των αναγκαίων καταχωρήσεων και εγγραφών στα οικεία βιβλία των εμπραγμάτων, κατά την έννοια του άρθρου 6 παρ. 2 του παρόντος νόμου, δικαιωμάτων επί των ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και των απαιτούμενων πράξεων για τη σύσταση δικαιωμάτων από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου στο όνομα του αμοιβαίου κεφαλαίου.

3. Ο Θεματοφύλακας μπορεί να αναθέτει τη φύλαξη κινητών αξιών σε άλλο πρόσωπο, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στην παρ. 1 του άρθρου 30 του ν. 1969/1991. Οι σχετικές με τον έλεγχο υποχρεώσεις του θεματοφύλακα δεν επιτρέπεται να ανατεθούν σε άλλο πρόσωπο.

Άρθρο 8 Κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας συντάσσεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα και περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

- α) Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου και την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- β) Το σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου από τον οποίο πρέπει να προκύπτουν οι επενδυτικοί στόχοι του, η επενδυτική του πολιτική και οι μέθοδοι δανειοδότησής του, κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 13 του παρόντος νόμου.
- γ) Το είδος και τις κατηγορίες των στοιχείων στα οποία επιτρέπεται να επενδύεται το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- δ) Την τιμή των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το χρόνο σύστασής του.
- ε) Τις προμήθειες και λοιπές αμοιβές που καταβάλλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα, καθώς και τον τρόπο υπολογισμού αυτών των αμοιβών.
- στ) Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου στους μεριδιούχους.
- ζ) Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- η) Μνεία της διάρκειας του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία μπορεί να είναι ορισμένου ή αορίστου χρόνου.
2. Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας τροποποιείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα, από κοινού, σύμφωνα με τη διαδικασία του άρθρου 23 παράγραφοι 2 και 3 του ν. 1969/1991.

Άρθρο 9 Ενημερωτικό δελτίο εκθέσεις και καταστάσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, το οποίο περιέχει υποχρεωτικά τα παρακάτω στοιχεία:
- α) Τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και το επενδυτικό του πρόγραμμα.
- β) Την ημερομηνία σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου και παρουσίαση της επενδυτικής πολιτικής του, του τρόπου διάθεσης των μεριδίων του και των σημείων διάθεσης και εξαγοράς τους και απολογιστικό οικονομικά στοιχεία του αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- γ) Το περιεχόμενο της ανακοίνωσης της αρμόδιας αρχής για τη σύσταση και την έγκριση του καταστατικού της Α.Ε.Δ.Α.Κ., όπου αναγράφεται η επωνυμία και ο αριθμός μητρώου αυτής της εταιρίας.
- δ) Σύντομη εξειδίκευση του φορολογικού καθεστώτος που διέπει το αμοιβαίο κεφάλαιο.
- ε) Την ταυτότητα των προσώπων που είναι αρμόδια για τον έλεγχο των εκθέσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου και του ορκωτού εκτιμητή του άρθρου 6 παρ. 8 του παρόντος νόμου.
- στ) Τη νομική φύση του δικαιώματος που αντιπροσωπεύει το μερίδιο.
- ζ) Την έδρα, διεύθυνση, ημερομηνία σύστασης και διάρκεια, τα ίδια κεφάλαια και το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ., καθώς και την ταυτότητα και τα καθήκοντα των μελών των οργάνων διοίκησης, διεύθυνσης και εποπτείας και μνεία των κυριότερων δραστηριοτήτων που ασκούν αυτά τα πρόσωπα, εκτός εταιρίας, εφόσον αυτές οι δραστηριότητες έχουν σημασία για αυτή.
- η) Την ταυτότητα των μελών της Επενδυτικής Επιτροπής της Α.Ε.Δ.Α.Κ..
- θ) Τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ..
- ι) Τη νομική μορφή επωνυμία και έδρα του θεματοφύλακα.
- ια) Την επωνυμία και ιδιότητα εξωτερικού συμβούλου επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και, εφόσον η αμοιβή του καταβάλλεται από το αμοιβαίο κεφάλαιο, τα κύρια σημεία της σύμβασης μεταξύ αυτού και της εταιρίας, με εξαίρεση τα στοιχεία που αφορούν την αμοιβή του.
- ιβ) Κάθε άλλο αναγκαίο για τον επενδυτή στοιχείο, που θα του επιτρέψει να λάβει πλήρη και τεκμηριωμένη γνώμη για την επένδυση στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στο ενημερωτικό δελτίο προσαρτώνται η τελευταία ετήσια ή εξαμηνιαία έκθεση ή έκθεση του λογιστικού τους ελέγχου και του εκτιμητή του άρθρου 6 παρ. 8 του παρόντος νόμου. Εάν το αμοιβαίο κεφάλαιο διαθέτει μερίδια σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει να αναγράφονται πληροφορίες για τα μέτρα που λαμβάνονται σε αυτό το κράτος, ώστε να διενεργούνται οι πληρωμές στους μεριδιούχους, η εξαγορά ή εξόφληση των μεριδίων και οι δημοσιεύσεις που αφορούν το αμοιβαίο κεφάλαιο.

2. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, στο οποίο περιέχονται υποχρεωτικά τα παρακάτω στοιχεία:

Α. ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

1. Επενδυτικοί στόχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου.
2. Τόπος όπου θεωρείται ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει την έδρα του.
3. Αναφορά για ποιον επενδυτή έχει σχεδιαστεί το αμοιβαίο κεφάλαιο.
4. Ενημέρωση για τον επενδυτικό κίνδυνο.
5. Περιγραφή του φορολογικού συστήματος του αμοιβαίου Κεφαλαίου.
6. Κόστος και δαπάνες που βαρύνουν τον επενδυτή στο αμοιβαίο κεφάλαιο.
7. Συχνότητα δημοσίευσης τιμής των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Β. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

1. Λεπτομερής ανάλυση για τον τρόπο και τόπο διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων και ρυθμίσεις πληρωμών προς τους μεριδιούχους.
2. Κανόνες αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
3. Λεπτομέρειες για τις περιοδικές εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Γ. ΝΟΜΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

α) Αμοιβαίο Κεφάλαιο

1. Ημερομηνία έναρξης λειτουργίας.
2. Κανονισμός αμοιβαίου κεφαλαίου ή τόπος όπου είναι δυνατόν να τον προμηθευτεί ο επενδυτής.
3. Ημερομηνίες λογιστικών καταστάσεων.
4. Ορκωτοί ελεγκτές.
5. Θεματοφύλακας και υποθεμοτοφύλακας.



β) Α.Ε.Δ.Α.Κ.

1. Επωνυμία, διεύθυνση.
2. Ημερομηνία σύστασης.
3. Άλλα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται.
4. Λεπτομερείς πληροφορίες για μέλη διοικητικού συμβουλίου και για ανώτερα στελέχη.
5. Ύψος μετοχικού κεφαλαίου και ιδίων κεφαλαίων.

3. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, μπορεί να ορίζονται επιπλέον στοιχεία, τα οποία περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο ή στο απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας.

4. Εντός δύο (2) μηνών από το πέρας κάθε ημερολογιακού εξαμήνου ή από το πέρας κάθε διαχειριστικού έτους, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει, αντίστοιχα, εξαμηνιαία, και ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, το περιεχόμενο των οποίων καθορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η πρώτη ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να καλύπτει διάστημα μεγαλύτερο του ημερολογιακού έτους ώστε η ημερομηνία κατάρτισής της να συμπέσει με το πέρας της πρώτης διαχειριστικής χρήσης. Εάν το πέρας του πρώτου ημερολογιακού εξαμήνου του έτους κατά το οποίο συστάθηκε το αμοιβαίο κεφάλαιο απέχει λιγότερα από τρεις (3) μήνες από την ημερομηνία σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου, επιτρέπεται να παραλειφθεί, για το εξάμηνο αυτό, η κατάρτιση της εξαμηνιαίας έκθεσης. Στις περιπτώσεις των δύο προηγούμενων εδαφίων δεν επιτρέπεται η εξαγορά μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου μέχρι τη δημοσίευση ετήσιας ή εξαμηνιαίας έκθεσης. Η ετήσια και η εξαμηνιαία έκθεση ελέγχονται από ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την έκθεση του ορκωτού εκτιμητή ως προς την εκτίμηση της αξίας των ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

5. Αν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. διαχειρίζεται και αμοιβαία κεφάλαια του ν. 1959/1991. στο ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, στο απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο και τις ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις γίνεται υποχρεωτικά σχετική αναφορά. Επιτρέπεται η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου ή απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου, καθώς και ετήσιας ή εξαμηνιαίας έκθεσης που θα περιλαμβάνουν το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ., εφόσον στο δελτία ή τις εκθέσεις περιέχεται το σύνολο των στοιχείων που απαιτούνται για κάθε τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου και αυτά τα στοιχεία εξειδικεύονται χωριστά για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

6. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου καταρτίζει εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Κατ' εξαίρεση, εφόσον πρώτη κατάσταση επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. κατ' εφαρμογή του άρθρου 5 παρ. 4 του παρόντος νόμου, καταρτιστεί με ημερομηνία που δεν θα συμπίπτει με το πέρας ημερολογιακού εξαμήνου, η δεύτερη κατάσταση επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να συνταχθεί στο τέλος του αμέσως επόμενου ημερολογιακού εξαμήνου, εφόσον, από την ημερομηνία κατάρτισης της πρώτης κατάστασης μέχρι την ημερομηνία της δεύτερης μεσολαβεί διάστημα μικρότερο των εννέα (9) μηνών. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιλαμβάνει, ως προς τα ακίνητα, την περιγραφή του καθενός από αυτά, το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική του αξία, εφόσον αυτή έχει ορισθεί, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται χρήσιμο για την αξιολόγηση των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ως προς τα δικαιώματα επικαρπίας ή ψιλής κυριότητας ακινήτων, όπως και ως προς τα δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου, η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιέχει υποχρεωτικά περιγραφή του δικαιώματος, την πραγματική αξία του, σε σχέση με την πραγματική και την αντικειμενική αξία του ακινήτου στο οποίο αναφέρεται, καθώς και οποιοδήποτε άλλο πρόσφορο στοιχείο για την αξιολόγηση των συγκεκριμένων επενδύσεων. Στην κατάσταση αυτή γίνεται αναφορά στα ακίνητα των δύο τελευταίων εδαφίων της παρ. 3 του άρθρου 6 του παρόντος νόμου και κυρίως στις προοπτικές

χρησιμοποίησής τους ως χωριστά ακίνητα. Η αξία των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου προσδιορίζεται με βάση τα οριζόμενα στο άρθρο 6 παράγραφοι 7 έως και 9 του παρόντος νόμου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, με απόφασή της, να καθορίζει το ειδικότερο περιεχόμενο της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων ελέγχεται στον ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την έκθεση του ορκωτού εκτιμητή ως προς την εκτίμηση της αξίας των ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

7. Το ενημερωτικό δελτίο, το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο, Οι ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, όπως και οι εξαμηνιαίες καταστάσεις επενδύσεων υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τίθενται στην διάθεση του κοινού στα σημεία διάθεσης των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Κάθε διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας που περιέχει άμεσα ή έμμεσα πρόσκληση προς διάθεση μεριδίων, πρέπει να αναφέρει τον τόπο στον οποίο διατίθεται στο κοινό το ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και την ένδειξη ότι η επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας δεν έχει εγγυημένη απόδοση.

8. Η καθαρή αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, όπως προσδιορίζεται με βάση τις παραγράφους 7 έως 9 και 11 του άρθρου 6 του παρόντος νόμου, ο αριθμός των μεριδίων του, η αξία του μεριδίου, η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς του, υπολογίζονται κάθε εργάσιμη ημέρα και δημοσιεύονται σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες οικονομικές και μία ημερήσια πολιτική εφημερίδα της αμέσως επόμενης ημέρας με μέριμνα της Α.Ε.Δ.Α.Κ..

9. Οι δαπάνες δημοσιεύσεων που δεν είναι υποχρεωτικές από το νόμο ή από απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, βαρύνουν την Α.Ε.Δ.Α.Κ..

Άρθρο 10 Διαχειριστική χρήση

Η διαχειριστική χρήση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας συμπίπτει με το ημερολογιακό έτος. Ειδικά η πρώτη διαχειριστική χρήση, μπορεί να υπερβεί

το ημερολογιακό έτος και να επεκταθεί μέχρι το πέρας του αμέσως επόμενου από τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου έτους.

Άρθρο 11 Μεριδία του αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας διαιρείται σε ισάξιο μερίδιο ή κλάσματα μεριδίου. Η αρχική αξία των μεριδίων πρέπει να είναι τουλάχιστον πέντε εκατομμυρίων (5.000.000) δραχμών.
2. Τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας είναι άυλα. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο καταχωρείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων. Όλες οι εγγραφές στο μητρώο αυτά γίνονται και παρακολουθούνται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Οι καταχωρήσεις στο μητρώο μεριδιούχων περιλαμβάνουν υποχρεωτικά τα στοιχεία του άρθρου 19 παρ. 3 του ν. 1969/1991. Ο μεριδιούχος λαμβάνει βεβαίωση συμμετοχής του στο αμοιβαίο κεφάλαιο, εφόσον ζητήσει αυτή. Η βεβαίωση συμμετοχής του προηγούμενου εδαφίου δεν είναι αξιόγραφο και έχει απλώς αποδεικτική ισχύ.
3. Οι διατάξεις του ν. 5638/1932 περί καταθέσεως εις κοινόν λογαριασμόν, εφαρμόζονται ανάλογα και στο μερίδιο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας.
4. Για τη μεταβίβαση των μεριδίων εφαρμόζεται η παρ. 5 του άρθρου 19 του ν. 1969/1991. Η ενεχυρίαση των μεριδίων διενεργείται με τους κανόνες της παρ. 7 του άρθρου 19 του ν. 1969/1991.
5. Η διάθεση των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας πραγματοποιείται με τους όρους των άρθρων 20 και 21 του ν. 1969/1991, που εφαρμόζονται ανάλογα. Επιτρέπεται το αντίτιμο της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο να καταβληθεί με τη μορφή ακίνητης περιουσίας, κατά την έννοια του άρθρου 6 παρ. 2 του παρόντος νόμου, εφόσον η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεχθεί αυτή την καταβολή. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. για να δεχθεί την καταβολή του προηγούμενου εδαφίου εξετάζει και κατά πόσο το συγκεκριμένο ακίνητο ανταποκρίνεται στους όρους που έχει θέσει το επενδυτικό σχέδιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, η καταβολή του αντιτίμου με εισφορά ακινήτου στο αμοιβαίο

κεφάλαιο προϋποθέτει την προηγούμενη αποτίμησή του, με τους όρους του άρθρου 6 παράγραφοι 7 έως και 9 του παρόντος νόμου.

6. Εφόσον το αντίτιμο της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας καταβληθεί με εισφορά ακινήτου, με τους όρους της προηγούμενης παραγράφου, ο μεριδιούχος που εισέφερε αυτό δεν δικαιούται να ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων του για πέντε (5) έτη από την ημερομηνία της αποδοχής της αίτησης συμμετοχής του στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Άρθρο 12 Εξαγορά μεριδίων

1. Η εξαγορά των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, εφόσον ζητηθεί από μεριδιούχο, είναι υποχρεωτική για την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προϋποθέτει την υποβολή γραπτής αίτησης προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σύμφωνα με τους όρους που καθορίζονται στον κανονισμό. Η αίτηση εξαγοράς των μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας μπορεί να υποβληθεί οποτεδήποτε. Σε καμία περίπτωση δεν επιτρέπεται η εξαγορά των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου, πριν από την κατάρτιση της κατάστασης επενδύσεων που προβλέπεται στο άρθρο 5 παρ. 4 του παρόντος νόμου.

2. Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης για την εξαγορά. Η τιμή εξαγοράς προσδιορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 6 παράγραφοι 8 έως και 12 του παρόντος νόμου, με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας. Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται σε μετρητά, εντός δεκαπέντε (15) ημερολογιακών ημερών, από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης. 3. Για την αναστολή εξαγοράς των μεριδίων εφαρμόζεται ανάλογα η παρ. 4 του άρθρου 25 του ν. 1969/1991.

Άρθρο 13 Δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις

1. Επιτρέπεται η σύναψη δανείων για λογαριασμό αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και η παροχή πιστώσεων σε αυτό για ποσά τα οποία, στο σύνολό τους, δεν θα υπερβαίνουν το ένα τρίτο (1/3) του συνόλου των

επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε ακίνητη περιουσία. Τα δάνεια συνάπτονται και οι πιστώσεις παρέχονται από πιστωτικό ίδρυμα. Τα δάνεια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν μόνο για την αξιοποίηση ακινήτων του περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου ή για την ικανοποίηση αιτήσεων εξαγοράς μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι πιστώσεις μπορούν να δίδονται μόνο για την αξιοποίηση ακινήτων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το σύνολο των δανείων, που θα λαμβάνονται και των πιστώσεων που θα δίδονται για την αποπεράτωση ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το ποσό που θα αναγράφεται στο πρόγραμμα τους παρ 2 περίπτωση β του άρθρου 6 του παρόντος νόμου.

2. Για την εξασφάλιση των δανείων και πιστώσεων της προηγούμενης παραγράφου επιτρέπεται να συνιστώνται βάρη επί των κινητών ή ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

3. Το άρθρο 31α του ν. 1969/1991 εφαρμόζεται αναλόγως στις περιπτώσεις των προηγούμενων παραγράφων.

Άρθρο 14 Η διανομή των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Με την επιφύλαξη της επόμενης παραγράφου, οι κάθε είδους πρόσοδοι του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας διανέμονται στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης σύμφωνα με τα οριζόμενα στον κανονισμό του, αφού προηγηθεί η αφαίρεση των δαπανών που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο.

2. Η διανομή των κερδών από την πώληση κινητών αξιών διενεργείται μόνο εφόσον αυτά τα κέρδη δεν εξουδετερώνονται από ενδεχόμενες κεφαλαιακές ζημιές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν μέχρι το τέλος της χρήσης.

Άρθρο 15 Απαγόρευση μεταβίβασης ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε συγκεκριμένα πρόσωπα

Απαγορεύεται η μεταβίβαση ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας σε ιδρυτές, μετόχους, μέλη του διοικητικού συμβουλίου, γενικούς

διευθυντές ή διευθυντές της Α.Ε.Δ.Α.Κ., συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή αγχιστείας.

Άρθρο 16 Συνέλευση των μεριδιούχων - Διάλυση του αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Οι διατάξεις του άρθρου 45 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται και στα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας. Για την εφαρμογή της παραγράφου 2 αυτού του άρθρου, το χρονικό διάστημα των τριμήνων με βάση το οποίο υπολογίζεται η περίοδος αναφοράς, ορίζεται σε εξάμηνο.
2. Σε περίπτωση διάλυσης του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, εκτός από την έκθεση του ορκωτού ελεγκτή που προβλέπεται στην παρ. 3 του άρθρου 45 του ν. 1969/1991, συντάσσεται και έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, για τα ακίνητα του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία δεσμεύει τον ορκωτό ελεγκτή.

Άρθρο 17 Συγχώνευση αμοιβαίων κεφαλαίων

1. Επιτρέπεται η συγχώνευση αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας με τους όρους που ορίζονται στις διατάξεις του άρθρου 45α του ν. 1969/1991,) εφαρμόζονται ανάλογα.
2. Σε περίπτωση συγχώνευσης αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας, συντάσσεται και έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, ως προς τα ακίνητα των αμοιβαίων κεφαλαίων, που δεσμεύει τον ορκωτό ελεγκτή.
3. Η αναστολή της εξαγοράς των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που μετέχουν στη συγχώνευση, μπορεί να αποφασιστεί και να ισχύσει για το διάστημα από την ημερομηνία λήψης της απόφασης για τη συγχώνευση μέχρι το πέρας της διαδικασίας της συγχώνευσης.

Άρθρο 18 Ευθύνη και παραίτηση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα

1. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο θεματοφύλακας οφείλουν να ενεργούν, κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, κατά τρόπο ανεξάρτητο μεταξύ τους και αποκλειστικό

προς το συμφέρον των μεριδιούχων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με απόφασή της, ορίζει τον τρόπο και τις ειδικότερες υποχρεώσεις για τη διασφάλιση της τήρησης των όρων του προηγούμενου εδαφίου.

2. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο θεματοφύλακας ευθύνονται, έναντι των μεριδιούχων και μεταξύ τους, για κάθε αμέλεια, ως προς την εκτέλεση των καθηκόντων τους.

3. Η διάταξη του άρθρου 29 του ν. 1969/1991 έχει εφαρμογή και για την παραίτηση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. από τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου.

4. Σε περίπτωση παραίτησης του θεματοφύλακα από τα καθήκοντά του, εφαρμόζονται οι διατάξεις του άρθρου 31 του ν. 1969/1991.

Άρθρο 19 Εποπτεία - Κυρώσεις

1. Οι διατάξεις των άρθρων 46, 47 και 49δ, 49στ του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται ανάλογα. Όπου σε αυτές γίνεται αναφορά σε άλλες διατάξεις του ν. 1969/1991 νοούνται οι αντίστοιχες διατάξεις του παρόντος νόμου. Επίσης όπου γίνεται αναφορά σε αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς νοούνται οι αντίστοιχες αποφάσεις της Επιτροπής που προβλέπονται στον παρόντα νόμο.

2. Οι διατάξεις του άρθρου 15 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται ανάλογα και στις Α.Ε.Δ.Α.Κ..

Άρθρο 20 Φορολογία αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων

1. Η διάθεση και εξαγορά των μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και η διάλυσή του, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτου από το αμοιβαίο κεφάλαιο, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς το αμοιβαίο κεφάλαιο απαλλάσσονται κατά ποσοστό είκοσι τοις εκατό (20%) από του εκάστοτε ισχύοντος φόρου μεταβίβασης ακινήτων.

2. Η φορολόγηση των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου ακινήτων γίνεται σύμφωνα με το άρθρο 48 παράγραφοι 2 και 3 του ν. 1969/1991 όπως ισχύει. Με



τη φορολογία αυτήν εξαντλείται κάθε φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του.

3. Δεν οφείλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας του άρθρου 24 του ν. 2459/1997 (ΦΕΚ 17 Α. /18.2.1997) για τα ακίνητα που συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

4. Η πρόσθετη αξία, που προκύπτει από την εξαγορά μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας σε τιμή ανώτερη από την τιμή κτήσης τους από τον μεριδιούχο, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα για οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄

ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Άρθρο 21 Σκοπός και σύσταση της εταιρίας

1. Η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι ανώνυμη εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας, κατά την έννοια του άρθρου 22 παρ. 2 του παρόντος νόμου. Ως κινητές αξίες, για την εφαρμογή του παρόντος νόμου, νοούνται οι αξίες που αναφέρονται στην παρ. 1 του άρθρου 1 του ν. 1969/1991.

2. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας έχει ελάχιστο ύψος δέκα δισεκατομμυρίων (10.000.000.000) δραχμών, που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρίας. Το ύψος του ποσού αυτού μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας συγκροτείται από εισφορές μετρητών, κινητών αξιών και ακινήτων, κατά την έννοια του άρθρου 22 παρ. 2 του παρόντος νόμου, καθώς και άλλων κινητών ή ακινήτων, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας. Η εισφορά κατά τη σύσταση της εταιρίας άλλων από μετρητά, στοιχείων δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει ως προς την αξία τους, τα όρια που τίθενται από τον παρόντα νόμο για τις επενδύσεις της εταιρίας. Η αποτίμηση των εισφορών σε είδος διενεργείται

κατ' εφαρμογή του άρθρου 9 του κ.ν. 2190/1920, ενώ, ως προς τις κινητές αξίες, εφαρμόζονται ανάλογα οι διατάξεις του άρθρου 4 παρ. 2 του ν. 1969/1991.

3. Για να εκδοθεί άδεια σύστασης της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαιτείται να έχει χορηγηθεί προηγουμένως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδεια λειτουργίας της, σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος νόμου. Αντίστοιχη άδεια απαιτείται και για τη μετατροπή υφιστάμενης εταιρίας σε εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Για τη χορήγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της άδειας λειτουργίας εκτιμώνται το επενδυτικό σχέδιο, η οργάνωση, το τεχνικό και οικονομικό μέσα της εταιρίας, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν και η καταλληλότητα των ιδρυτών για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για τη χορήγηση της άδειας, εξετάζει επίσης κατά πόσο η εταιρία, τα μέλη της διοίκησής της και τα διευθυντικό της στελέχη διαθέτουν εμπειρία στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητο τα κριτήρια αυτά μπορούν να εξειδικεύονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

4. Η εταιρία υποβάλλει, με την αίτηση για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επενδυτικό σχέδιο, το οποίο περιέχει υποχρεωτικά αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων σχετικά με το επενδυτικό της πρόγραμμα, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της και των μέσων που αυτή προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθορίζεται το ειδικότερο περιεχόμενο του επενδυτικού σχεδίου.

5. Για κάθε τροποποίηση του καταστατικού της, όπως και για κάθε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, απαιτείται προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

6. Κάθε δημοσίευση, κατά την έννοια του άρθρου 7β του κ.ν. 2190/1920, που αφορά σε τροποποίηση του καταστατικού ή σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου γνωστοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

7. Η εταιρία υποχρεούται να αναγράφει κάτω από την εταιρική επωνυμία τον αριθμό της άδειας λειτουργίας της.



8. Οι μετοχές των εταιριών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές.
9. Απαγορεύεται η εταιρία να εκδίδει ιδρυτικούς τίτλους.

Άρθρο 22 Επενδύσεις της εταιρίας

1. Τα διαθέσιμα της εταιρίας επενδύονται μόνο:

α) Σε ποσοστό τουλάχιστον εβδομήντα τοις εκατό (70%), σε ακίνητη περιουσία, κατά την έννοια της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου.

β) Σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 4 παρ. 1 περιπτώσεις α' έως γ' και ε' έως στ' και 32 παρ. 5 του ν. 1969/1991, καθώς και σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και πιστωτικούς τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας. Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες δεν είναι δυνατόν να υπερβούν το δέκα τοις εκατό (10%) των διαθεσίμων.

γ) Σε άλλα κινητά πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας και τα οποία, μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το δέκα τοις εκατό (10%) αυτών κατά την απόκτησή τους.

Η εταιρία δεν επιτρέπεται να επενδύει σε πολύτιμα μέταλλα ή σε παραστατικούς τους τίτλους.

2. Ως ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύει η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, νοούνται τα ακίνητα που ευρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος - μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος σύμφωνα με την επόμενη παράγραφο γ), αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία υπέρ της εταιρίας και:

α) Μπορούν άμεσα να χρησιμοποιηθούν ως επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό, ή να αποτελέσουν αντικείμενο οργανωμένης δόμησης, μόνα τους ή από κοινού με άλλα ακίνητα ή

β) Είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή (εργασίες συντήρησης ή αναπαλαίωσης ή μεταβολής χρήσης) και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς που αναγράφονται ανωτέρω στην περίπτωση α', στο άμεσο μέλλον. σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου



της εταιρίας, ειδικά προς αυτόν το σκοπό και που κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και επιπλέον η αποπεράτωση ή επισκευή τους είναι δυνατόν να ολοκληρωθεί εντός εύλογου, ανάλογα με τις περιστάσεις χρόνου και τα έξοδα αποπεράτωσης ή επισκευής δεν υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, ποσοστό είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) επί της συνολικής αξίας του ακινήτου, όπως θα υφίσταται μετά την αποπεράτωση ή επισκευή με βάση τους κανόνες αποτίμησης των παραγράφων 6 έως και 8 του παρόντος άρθρου. Το πρόγραμμα του προηγούμενου εδαφίου αναφέρει το χρονικό διάστημα εντός του οποίου προβλέπεται να ολοκληρωθεί η αποπεράτωση ή επισκευή του ακινήτου και αναλυτική πρόβλεψη των εξόδων αποπεράτωσης ή επισκευής ή

γ) Ευρίσκονται σε άλλα από αυτά που αναφέρονται στην περίπτωση α' κράτη και είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για κάποιον από τους σκοπούς που αναγράφονται στην περίπτωση α', εφόσον, στο σύνολό τους, δεν υπερβαίνουν σε αξία το δέκα τοις εκατό (10%) του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητα.

Με την επιφύλαξη του αμέσως επόμενου εδαφίου, η αξία του συνόλου των ακινήτων, που δεν έχουν αποκτηθεί κατά πλήρη κυριότητα από την εταιρία, ως επενδύσεις, δεν πρέπει να υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας, σε ακίνητη περιουσία, επιτρέπεται εξάλλου η απόκτηση από την εταιρία, ως επένδυσης, δικαιωμάτων από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, κατά την έννοια των περιπτώσεων α. και β' της παρούσας παραγράφου, εφόσον το σύνολο αυτών των δικαιωμάτων δεν υπερβαίνει, σε αξία, το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας και καθένα από αυτά τα δικαιώματα δεν υπερβαίνει, σε αξία, το δέκα τοις εκατό (10%) των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας.

3. Η αξία κάθε ακινήτου κατά την έννοια των περιπτώσεων α' και β. της προηγούμενης παραγράφου, το οποίο περιλαμβάνεται στις επενδύσεις της εταιρίας, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει, κατά το χρόνο της απόκτησης, το δεκαπέντε τοις εκατό (15%) της αξίας του συνόλου των επενδύσεών της. Ακίνητα που συνδέονται άμεσα μεταξύ τους, κατά τρόπο ώστε αυτά τα ακίνητα να μην είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν χωριστά, θεωρούνται, για την εφαρμογή του

προηγούμενου εδαφίου, ως ενιαία ακίνητα. Το όριο του πρώτου εδαφίου αυξάνεται σε είκοσι πέντε τοις εκατό (25%), εάν πρόκειται για ακίνητο το οποίο μπορεί να διαχωριστεί σε περισσότερα ακίνητα, τα οποία θα χρησιμοποιηθούν αυτοτελώς για κάποιον από τους σκοπούς που αναφέρονται στην περίπτωση α' της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου.

4. Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες από αυτήν την εταιρία υπόκεινται στους ακόλουθους περιορισμούς:

α) Η επένδυση σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει ποσοστό τρία τοις εκατό (3%) επί του ανώτατου επιτρεπόμενου ποσοστού επενδύσεων της εταιρίας, σε κινητές αξίες. Το ποσοστό του προηγούμενου εδαφίου αυξάνεται σε πέντε τοις εκατό (5%), εάν πρόκειται για κινητές αξίες οι οποίες έχουν εκδοθεί από κράτος, από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης τέτοιου κράτους - μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο μετέχει κράτος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, καθώς και όταν για αυτές τις κινητές αξίες έχει εγγυηθεί κάποιος από τους ανωτέρω οργανισμούς.

β) Οι επενδύσεις αυτές γίνονται υποχρεωτικά σε κινητές αξίες τουλάχιστον έξι εκδοτών.

γ) Οι διατάξεις του άρθρου 6 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται και στις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

δ) Οι επενδύσεις της εταιρίας σε κινητές αξίες, που εκδίδονται από εταιρίες με αντικείμενο δραστηριότητας την κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, το είκοσι τοις εκατό (20%) των επενδύσεων της εταιρίας σε κινητές αξίες, κατά την έννοια της παραγράφου 1 περίπτωση β του παρόντος άρθρου.

ε) Η επένδυση σε μερίδια άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων επιτρέπεται μόνο εφόσον οι συγκεκριμένοι οργανισμοί εμπίπτουν είτε στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας 85/611 του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου είτε στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος νόμου ή αντίστοιχης νομοθετικής ή κανονιστικής ρύθμισης άλλου κράτους - μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου. Σε κάθε περίπτωση, η επένδυση σε καθέναν από τους ανωτέρω οργανισμούς δεν πρέπει

να υπερβαίνει το τρία τοις εκατό (3%) του ανώτατου επιτρεπόμενου ορίου επένδυσης σε κινητές αξίες και το σύνολο των επενδύσεων σε τέτοιους οργανισμούς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το πέντε τοις εκατό (5%) του ανωτέρω ορίου.

στ) Οι προϋποθέσεις για τη διενέργεια επενδύσεων, κατ. εφαρμογή του άρθρου 4 παρ. 5 του ν. 1969/1991, καθορίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται και στις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, ως προς τις επενδύσεις τους σε κινητές αξίες. Σε περίπτωση μη τήρησης του ορίου επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, για λόγους ανεξάρτητους από τη βούληση της εταιρίας, αυτή οφείλει να προβεί στις αναγκαίες ενέργειες, ώστε, κατά την αποτίμηση της ακίνητης περιουσίας της εταιρίας επενδύσεων στο τέλος της επόμενης διαχειριστικής χρήσης να μην υφίσταται η μη τήρηση.

5. Απαγορεύεται η απόκτηση από εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία δικαιώματος σε ακίνητο, το οποίο είναι ενταγμένο στα αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών, σύμφωνα με την ισχύουσα σε αυτές τις εταιρίες νομοθεσία.

6. Με την επιφύλαξη των όσων ορίζονται στις παραγράφους 6 έως και 8 του παρόντος άρθρου, με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, ορίζονται ο τρόπος και τα μέσα αποτίμησης της αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα και ρυθμίζεται κάθε ειδικότερο θέμα για την αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα. Η αποτίμηση των κινητών αξιών στις οποίες επενδύει η εταιρία γίνεται σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 4 παρ. 2 του ν. 1969/1991, όπως ισχύει.

7. Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων της εταιρίας διενεργείται, στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης, από ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την ειδική τακτική έκθεση που συντάσσεται κάθε φορά για το σκοπό αυτόν, από εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών του άρθρου 15 του ν. 820/1978, όπως εκάστοτε ισχύει ο εκτιμητής του προηγούμενου εδαφίου ορίζεται από τη γενική συνέλευση της εταιρίας, μαζί με τον ορκωτό ελεγκτή της εταιρίας.



8. Η επένδυση των διαθεσίμων της εταιρίας σε ακίνητο ή σε δικαίωμα επί ακινήτου, κατά τα οριζόμενα στην παράγραφο 2 του παρόντος άρθρου, προϋποθέτει προηγούμενη εκτίμηση της αξίας του από τον εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών της προηγούμενης παραγράφου. Ο εκτιμητής διενεργεί εκτίμηση της αξίας του ακινήτου πριν την απόκτησή του από την εταιρία. Η εκτίμηση θα λαμβάνει υπόψη κάθε γεγονός το οποίο μέχρι την ημερομηνία ένταξης του ακινήτου στα ίδια κεφάλαια της εταιρίας επενδύσεων μπορεί να επηρεάσει την αξία του συγκεκριμένου ακινήτου. Η εκτίμηση αυτή είναι δεσμευτική. Επιτρέπεται το τίμημα που θα καταβληθεί από την εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία για την απόκτηση του ακινήτου ή του δικαιώματος επί ακινήτου να είναι χαμηλότερο από την αξία του ακινήτου, όπως αυτή θα έχει προσδιοριστεί από τον εκτιμητή. Οι διατάξεις των προηγούμενων εδαφίων εφαρμόζονται και στη μεταβίβαση στοιχείων της ακίνητης περιουσίας, τα οποία έχουν ενταχθεί στις επενδύσεις της εταιρίας. Δεν επιτρέπεται το τίμημα που θα λάβει η εταιρία για τη μεταβίβαση να είναι μικρότερο από την αξία του ακινήτου που αναφέρεται στην εκτίμηση του εκτιμητή. Σε κάθε περίπτωση δεν επιτρέπεται η μεταβίβαση ακινήτου, στο οποίο έχουν επενδυθεί τα διαθέσιμα της εταιρίας, πριν από την πάροδο τριετίας από την απόκτησή του.

9. Η αποτίμηση της αξίας των κινητών και ακινήτων που αποκτά η εταιρία, για την εξυπηρέτηση των λειτουργικών της αναγκών, κάθε φορά που αυτή η αποτίμηση απαιτείται, γίνεται με τον τρόπο που προβλέπεται από τον κανονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με τα άρθρα 78 και 80 του ν. 1969/1991.

10. Η μη τήρηση όρου του παρόντος άρθρου, σχετικά με την απόκτηση ή τη μεταβίβαση ακινήτου από εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία δεν συνεπάγεται την ακυρότητα αυτών.

11. Τα ακίνητα στα οποία επενδύει η εταιρία ασφαλιζονται υποχρεωτικό. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθορίζεται το ελάχιστο περιεχόμενο των ασφαλιστικών συμβολαίων.

**Άρθρο 23 Εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας σε οργανωμένη αγορά,**

1. Η εταιρία υποχρεούται να υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε άλλη οργανωμένη αγορά κατά την έννοια του άρθρου 4 παρ. 1 περιπτώσεις α' και β' του ν1969/1991. εντός ενός (1) έτους από τη σύστασή της. Η εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας πραγματοποιείται σύμφωνα με τις διατάξεις που κάθε φορά ισχύουν για την εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. ή σε άλλη οργανωμένη αγορά, κατά την έννοια του προηγούμενου εδαφίου, με εξαίρεση την παρ, 1.3 του άρθρου 3 του π.δ. 350/1985 και με την πρόσθετη, προϋπόθεση ότι το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας θα έχει επενδυθεί, κατά το χρόνο της εισαγωγής, σύμφωνα με τους όρους του άρθρου 22 του παρόντος νόμου. Σε περίπτωση μετατροπής εταιρίας σε εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, η υποχρεωτική υποβολή αίτησης εισαγωγής των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά, κατά τα ανωτέρω, πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε διάστημα ενός (1) έτους από την ολοκλήρωση της διαδικασίας μετατροπής.

2. Εάν η εταιρία, εντός ενός (1) έτους από τη σύσταση της, δεν έχει υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε άλλη οργανωμένη αγορά, κατά την έννοια της Προηγούμενης παραγράφου του παρόντος άρθρου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί υποχρεωτικά την άδεια λειτουργίας της και η εταιρία τίθεται υπό εκκαθάριση. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται, μετά από αίτηση της εταιρίας, να παρατείνει την προθεσμία της παραγράφου 1 μία ή περισσότερες φορές και μέχρι δύο (2) έτη συνολικά κατ' ανώτατο όριο, σε περίπτωση ανωτέρας βίας ή εάν κρίνει ότι οι συνθήκες της αγοράς θέτουν σε κίνδυνο την κάλυψη της αυξήσεως του κεφαλαίου και την πραγματοποίηση της απαιτούμενης διασποράς των μετοχών.

Άρθρο 24 Θεματοφύλακας

1. Οι επενδύσεις της εταιρίας, με εξαίρεση που αποτελούν την ακίνητη περιουσία της, κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα, που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, με φυσική εγκατάσταση.

2. Ο θεματοφύλακας μπορεί να αναθέτει τη φύλαξη κινητών αξιών σε άλλο πρόσωπο, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στην παρ. 1 του άρθρου 8 του ν. 1969/1991.
3. Ο Θεματοφύλακας ευθύνεται έναντι της εταιρίας και των μετόχων της για κάθε ππαίσμα κατά την ενάσκηση των καθηκόντων του.

Άρθρο 25 Εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων

1. Η εταιρία δημοσιεύει στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων των διαθεσίμων της, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Η πρώτη κατάσταση επενδύσεων επιτρέπεται να καλύπτει περίοδο μεγαλύτερη του εξαμήνου, ώστε η ημερομηνία της να συμπέσει με το πέρας ημερολογιακού εξαμήνου, χωρίς όμως αυτή η περίοδος να μπορεί να υπερβεί το έτος. Η κατάσταση περιλαμβάνει την περιγραφή κάθε ακινήτου, το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική, εφόσον έχει οριστεί αυτή, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται χρήσιμο για να επιτρέψει την αξιολόγηση των επενδύσεων της εταιρίας. Ως προς τα δικαιώματα επικαρπίας ή ψιλής κυριότητας ακινήτων, όπως και ως προς τα δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου, η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιέχει υποχρεωτικά περιγραφή του δικαιώματος, την πραγματική αξία του, σε σχέση με την πραγματική και την αντικειμενική αξία του ακινήτου στο οποίο αναφέρεται, καθώς και οποιοδήποτε άλλο χρήσιμο στοιχείο για την αξιολόγηση των συγκεκριμένων επενδύσεων. Ειδική αναφορά γίνεται υποχρεωτικά στην κατάσταση επενδύσεων των προηγούμενων εδαφίων, στα ακίνητα των δύο τελευταίων εδαφίων της παρ. 3 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου και κυρίως στις προοπτικές χρησιμοποίησής τους ως χωριστά ακίνητα. Η αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας προσδιορίζεται με βάση τους κανόνες του άρθρου 22 παράγραφοι 6 έως και 8 του παρόντος νόμου.
2. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων βασίζεται σε έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών ελέγχεται από ορκωτό ελεγκτή. Υποβάλλεται στην

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και δημοσιεύεται σε δύο ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες των Αθηνών.

3. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, με απόφασή της, να ορίσει το ειδικότερο περιεχόμενο της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Άρθρο 26 Δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις

1. Επιτρέπεται η σύναψη δανείων από την εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και η παροχή πιστώσεων σε αυτή, για ποσά τα οποία, στο σύνολό τους, δεν θα υπερβαίνουν το ένα τέταρτο (1/4) των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητη περιουσία. Τα δάνεια συνάπτονται και οι πιστώσεις παρέχονται από πιστωτικό ίδρυμα. Τα δάνεια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν και οι πιστώσεις μπορούν να δοθούν μόνο για την αξιοποίηση ακινήτων στα οποία έχουν επενδυθεί τα διαθέσιμα της εταιρίας. Το σύνολο των δανείων που λαμβάνονται και των πιστώσεων που παρέχονται για την αποπεράτωση ακινήτων της εταιρίας, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το ποσοστό που αναγράφεται στο πρόγραμμα της "παραγράφου 2 περίπτωση β' του άρθρου 22 του παρόντος νόμου.

2. Για την εξασφάλιση των δανείων και πιστώσεων της προηγούμενης παραγράφου επιτρέπεται να συνιστώνται βάρη επί των κινητών ή ακινήτων της εταιρίας.

3. Η εταιρία μπορεί να συνάπτει δάνεια με πιστωτικό ίδρυμα για την απόκτηση ακινήτων που θα χρησιμοποιήσει για τις λειτουργικές της ανάγκες, εφόσον το ύψος των δανείων, στο σύνολό τους, δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) της αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας μειουμένων κατά το συνολικό ποσό των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητα. Τα ποσά των δανείων αυτών δεν συνυπολογίζονται στο ποσοστό της παραγράφου 1. Με τους ίδιους όρους και για τον ίδιο σκοπό μπορεί να παρασχεθεί πίστωση στην εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

4. Για την εξασφάλιση των δανείων και πιστώσεων της παραγράφου 3 επιτρέπεται να συνιστώνται βάρη επί του ακινήτου που αποκτά την εταιρία, για τους σκοπούς που ορίζονται στην ανωτέρω παράγραφο.

Άρθρο 27 Διανομή κερδών

1. Η εταιρία υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) των ετήσιων καθαρών κερδών της. Επιτρέπεται η διανομή χαμηλότερου ποσοστού ή μη διανομή μερίσματος από την εταιρία, με απόφαση της γενικής της συνέλευσης, εφόσον το καταστατικό της περιέχει σχετική πρόβλεψη είτε προς σχηματισμό έκτακτου αφορολόγητου αποθεματικού από λοιπά έσοδα εκτός από κέρδη κεφαλαίου είτε προς δωρεάν διανομή μετοχών προς τους μετόχους, με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της, κατά τα οριζόμενα στις διατάξεις του κ.ν., 2190/1920. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης κέρδη κεφαλαίου μπορούν να φέρονται σε πίστωση ειδικού αποθεματικού, για την αντιμετώπιση ζημιών από την πώληση, κινητών αξιών σε τιμή κατώτερη της τιμής κτήσης τους. Αυτή η κράτηση παύει υποχρεωτικά, όταν το αποθεματικό φθάσει στο τριακόσια τοις εκατό (300%) της αξίας των επενδύσεων της εταιρίας σε κινητές αξίες.

2. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης, επιτρέπεται ο σχηματισμός τακτικού αποθεματικού, σύμφωνα με τις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920.

3. Εάν κατά την ετήσια αποτίμηση κάθε ακινήτου της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, στο τέλος μιας εταιρικής χρήσης, διαπιστωθεί υποτίμηση της αξίας του, σε σχέση με την αξία κτήσης του, η εταιρία υποχρεούται να σχηματίσει πρόβλεψη για τη ζημία που προκύπτει από την υποτίμηση, κατά παρέκκλιση του άρθρου 43 παρ. 5 περίπτωση ε' του κ.ν. 2190/1920.

4. Εάν κατά την ετήσια αποτίμηση κάθε ακινήτου της εταιρίας, στο τέλος μιας εταιρικής χρήσης, διαπιστωθεί ανατίμηση της αξίας του σε σχέση με την αξία κτήσης του, η εταιρία αναγράφει στις οικονομικές της καταστάσεις, ως αξία του ακινήτου, την αξία κτήσης του, ενώ η υπεραξία που διαπιστώνεται από την

αποτίμηση, αναγράφεται σε ξεχωριστή πρόσθετη κατάσταση υπεραξιών ακινήτων, η οποία συνοδεύει τους ισολογισμούς της χρήσης της εταιρίας.

5. Εφόσον στο τέλος μίας εταιρικής χρήσης προκύψει ζημία από την αποτίμηση των κινητών αξιών, για την κάλυψη της ζημίας, επιτρέπεται ο σχηματισμός πρόβλεψης μέχρι και το σύνολο της ζημίας.

6. Η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη Περιουσία δεν επιτρέπεται να καταβάλλει, κατά τη διάρκεια μίας εταιρικής χρήσης, στα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου αμοιβές που υπερβαίνουν συνολικά το δέκα τοις εκατό (10%) των κερδών που διανεμήθηκαν στο τέλος της χρήσης ή το είκοσι τοις εκατό (20%) της υπεραξίας του συνόλου των επενδύσεών της, στο τέλος της χρήσης.

Άρθρο 28 Απαγόρευση μεταβίβασης ακινήτων της εταιρίας σε συγκεκριμένα πρόσωπα

Απαγορεύεται η μεταβίβαση ακινήτων της εταιρίας σε ιδρυτές, μετόχους, μέλη του διοικητικού συμβουλίου, γενικούς διευθυντές ή διευθυντές της, συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή αγχιστείας.

Άρθρο 29 Η μετατροπή εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας

1. Επιτρέπεται η μετατροπή εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας, με την τήρηση των όσων ορίζονται στο άρθρο 12α του ν. 1969/1991.

2. Σε περίπτωση μετατροπής εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας, συντάσσεται και έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, για τα ακίνητα της εταιρίας, η οποία δεσμεύει τον ορκωτό ελεγκτή.

Άρθρο 30 Εποπτεία - Κυρώσεις

Τα άρθρα 11, 13, 14 και 15 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται και στις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Όπου στις διατάξεις αυτές αναφέρονται διατάξεις του ν. 1969/1991 νοούνται οι αντίστοιχες διατάξεις του παρόντος νόμου. Επίσης όπου γίνεται αναφορά σε αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς νοούνται οι αντίστοιχες αποφάσεις της Επιτροπής που προβλέπονται στον παρόντα νόμο.

Άρθρο 31

1. Οι εκδιδόμενες από εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία μετοχές, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων από αυτήν, απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικό τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς την εταιρία επενδύσεων απαλλάσσονται κατά ποσοστό είκοσι τοις εκατό (20%) από του εκάστοτε ισχύοντος φόρου μεταβίβασης ακινήτων.
2. Κατά την είσπραξη τόκων από εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ενεργείται από αυτόν που τον καταβάλλει η παρακράτηση φόρου εισοδήματος σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του ν. 2238/1994. Με την παρακράτηση αυτήν εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των εταιριών επενδύσεων για τα εισοδήματα αυτό.
3. Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία υποχρεούνται σε καταβολή φόρου τρία τοις χιλίοις (3‰) ετησίως που υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεών τους, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές, όπως απεικονίζονται στους εξαμηνιαίους πίνακες επενδύσεων που προβλέπονται από την παρ. 1 του άρθρου 25 του παρόντος νόμου, ο φόρος αποδίδεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο του μήνα που ακολουθεί το χρονικό διάστημα που αφορούν οι εξαμηνιαίοι πίνακες επενδύσεων. Με την καταβολή του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση της εταιρίας και των μετόχων της, με την επιφύλαξη των διατάξεων

της προηγούμενης παραγράφου. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του ν. 2238/1994 εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση της διατάξεις αυτής της παραγράφου, όπως ισχύουν κάθε φορά.

4. Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαλλάσσονται από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων στην περίπτωση που σχηματισθούν μετά από:

α) συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιριών οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία ή

β) μετά από διάσπαση ή απόσχιση υφιστάμενης εταιρίας που εισφέρει ακίνητη περιουσία της σε νέο ή υφιστάμενο νομικό πρόσωπο το οποίο λειτουργεί ως εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Ο ν. 2166/1993 (ΦΕΚ 137 Α'24.8.1993) εφαρμόζεται και στις περιπτώσεις αυτές κατά παρέκκλιση των διατάξεων του άρθρου 1ε και του άρθρου 4 του ίδιου νόμου.

5. Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ενεργούν τακτικές ετήσιες αποσβέσεις για τα πάσης φύσεως ακίνητα που διαχειρίζονται σύμφωνα με το π.δ. 100/1998 (ΦΕΚ 96 Α'), όπως ισχύει. Οι συντελεστές των τακτικών αποσβέσεων μπορούν να αυξάνονται ή να μειώνονται με προεδρικό διάταγμα που εκδίδεται μετά από κοινή πρόταση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών.

6. Δεν οφείλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας του, άρθρου 24 του ν. 2459/1997 για τα ακίνητα που συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία εφόσον δεν ιδιοχρησιμοποιούνται.

7. Η μεταβίβαση μετοχών των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, μη εισηγηθέντων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, απαλλάσσεται από το φόρο της παρ. 2 του άρθρου 13 του ν. 2238/1994, όπως ισχύει κάθε φορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄ ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ

Άρθρο 32

1. Στο άρθρο 40 παρ. 1 του ν. 2676/1999 (ΦΕΚ 1 Α/5.1.1999), στο πρώτο εδάφιο, προστίθενται περίπτωση δ', η οποία έχει ως εξής: δ) σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας.
2. Στο άρθρο 12 παρ 1 του ν. 1902/1990 (ΦΕΚ 138 Α'17 10.1990), στο δεύτερο εδάφιο, διαγράφονται οι λέξεις "του άρθρου 17 του ν.δ. 608/70". Στο τρίτο εδάφιο της ίδιας παραγράφου, οι λέξεις και αριθμοί "του άρθρου 17 του ν.δ. 608/70" αντικαθίστανται με τις λέξεις ως προς τη σύνθεση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
3. Στο άρθρο 2 του ν, 1266/19S2 (ΦΕΚ 81 Α'2. 7. 1982), στην περίπτωση 1, μετά τις λέξεις -μετοχές Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου προστίθενται οι λέξεις "και Εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία".
4. Όπου στις διατάξεις του ν.876/1979 (ΦΕΚ 48 Α') αναφέρονται Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ή Αμοιβαία Κεφάλαια νοούνται και οι εταιρίες και τα αμοιβαία κεφάλαια του ν. 1969/1991 και του παρόντος νόμου.

Άρθρο 33

Το πρώτο εδάφιο της παρ. 2 του άρθρου 13 του ν. 2238/1994, όπως αυτή προστέθηκε με την παρ, 4 του άρθρου 3 του ν. 2753/1999 (ΦΕΚ 249 Α'), αντικαθίσταται ως εξής:

Φορολογείται αυτοτελώς με συντελεστή πέντε τοις εκατό (5%) η πραγματική αξία πώλησης μετοχών ή παραστατικών τίτλων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή αλλοδαπό χρηματιστήριο ή σε άλλο διεθνώς αναγνωρισμένο χρηματιστηριακό θεσμό, που μεταβιβάζονται από ιδιώτες ή από φυσικό ή νομικά πρόσωπα, ημεδαπό ή αλλοδαπό.

Άρθρο 34

Κυρώνεται η από 7 Οκτωβρίου 1999 απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Τράπεζας της Ελλάδος που αφορά τις ακόλουθες τροποποιήσεις στο Καταστατικό της Τράπεζας αυτής (ν.δ. 3424/7.12.1927):

1. Η πέμπτη παράγραφος του άρθρου 8 τροποποιείται ως εξής: "Το Δημόσιο και οι Δημόσιες Επιχειρήσεις δεν δύνανται να κατέχουν αμέσως ή εμμέσως μετοχές της Τράπεζας κατά ποσόν υπερβαίνον εν συνόλω τα τριάντα πέντε εκατοστά του εκδιδόμενου ονομαστικού κεφαλαίου.
2. Στο τέλος του άρθρου 9 προστίθεται η ακόλουθη φράση: Κατά τον αυτόν τρόπον αποφασίζεται διάσπαση των μετοχών σε περισσότερα τμήματα και ορίζεται η ονομαστική αξία εκάστου, ώστε το κάθε τμήμα να αποτελεί αυτοτελή μετοχή.
3. Στο τέλος του άρθρου 13 προστίθεται η ακόλουθη φράση: Σε περίπτωση διασπάσεως των μετοχών κατά το άρθρο 9, εδάφιο 3, ο απαιτούμενος ως άνω ελάχιστος αριθμός μετοχών για την παροχή δικαιώματος συμμετοχής ή παραστάσεως και ψήφου στη Γενική Συνέλευση δύναται να αναπροσαρμόζεται εκάστοτε αναλόγως με την απόφαση του Γενικού Συμβουλίου.

Άρθρο 35

1. Απαιτήσεις της "Η Υπό Εκκαθάριση Παλαιά Τράπεζα Κρήτης ν. 2330/199" κατά των προσώπων που προσδιορίζονται στην παράγραφο του άρθρου 39 του ν. 2168/1993, εφόσον δεν έχουν κριθεί με αμετάκλητες δικαστικές αποφάσεις ικανοποιούνται συνολικά μέχρι του ποσού των δραχμών 800.000.000 από τον Οργανισμό Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (Ο.Π.Α.Π.).
2. Το ποσό θα καταβληθεί από τον Ο.Π.Α.Π. στην υπό εκκαθάριση Τράπεζα μετά την υπογραφή μεταξύ του Ο.Π.Α.Π. και της υπό εκκαθάριση Τράπεζας ειδικής σύμβασης, στην οποία θα προσδιορίζονται τα πρόσωπα και οι ικανοποιούμενες απαιτήσεις δια τεσσάρων ισόποσων τριμηνιαίων δόσεων εκ

δραχμών 200.000.000. Η πρώτη δόση θα καταβληθεί με την υπογραφή της ανωτέρω σύμβασης.

3. Η δαπάνη των οκτακοσίων εκατομμυρίων (800,000.000) δραχμών επιμερίζεται αναλογικά μεταξύ όλων των φορέων στους οποίους διατίθενται έσοδα από παιχνίδια του Ο.Π.Α.Π., πλην της Πανελληνίας Ομοσπονδίας Ελλήνων Πρακτόρων ΠΡΟΠΟ (ΟΠΕΠΠ) και του Ελληνικού Δημοσίου (άρθρο 30 παρ.7 περ.Αα εδάφιο 6 και περ. Ββ εδάφιο 6 του ν. 25-19/1998 - ΦΕΚ 31 Α./17.2.1998), κατά το ποσοστό συμμετοχής του φορέα στην κατανομή των ακαθάριστων εισπράξεων του αντίστοιχου παιχνιδιού. Το οφειλόμενο ποσό των 800.000.000 δραχμών θα παρακρατηθεί σε δεκαοκτώ (18) ίσες μηνιαίες δόσεις από τα δικαιώματα του υπόχρεου φορέα. Η παρακράτηση των δόσεων θα αρχίσει στο τέλος του επόμενου μήνα από την ημερομηνία εκταμίευσης, της πρώτης δόσης των 200,000,000 δραχμών της σύμβασης.

4. Οι ικανοποιούμενες απαιτήσεις δεν εκχωρούνται και αποσβεννύονται ολοκληρωτικά μετά την υπό του Ο.Π.Α.Π. καταβολή και της δεύτερης δόσης.

5. Από την υπογραφή της σύμβασης και μετά, καταργούνται εκκρεμείς δίκες, που αφορούν τα χρέη και τις αξιώσεις της πρώτης παραγράφου του παρόντος άρθρου και αίρονται τα υπέρ της υπό εκκαθάριση Τράπεζας Κρήτης πάσης φύσεως ασφαλιστικά μέτρα και δεσμεύσεις περιουσιακών στοιχείων και χρηματικών απαιτήσεων των προσώπων, που εξειδικεύονται στην παρ.1 του άρθρου 39 του ν.2168/1993 και αποδίδονται ελεύθερα στους δικαιούχους.

6. Οι αποδεσμευμένες χρηματικές απαιτήσεις αποδίδονται στην Η Υπό Εκκαθάριση Παλαιά Τράπεζα Κρήτης ν. 2330/1995' στους δικαιούχους μέχρι του ύψους των ποσών που είχαν διαμορφωθεί κατά την ημερομηνία που η Τράπεζα τέθηκε υπό εκκαθάριση, Ειδικά απαιτήσεις που είχαν αποσβεσθεί, λόγω τελεσίδικων αποφάσεων, προς της ενάρξεως εκκαθάρισης αποδίδονται μέχρι του ύψους της αρχικής απαίτησης.

7. Τα χρηματικά ποσά που αποδεσμεύονται και αποδίδονται, κατά τα οριζόμενα στο παρόν άρθρο από την-Η Υπό Εκκαθάριση Παλαιά Κρήτης ν. 2330/1995. στα πρόσωπα της παρ. 1 του άρθρου 39, του ν. 2168/1993, εφόσον αφορούν

αμοιβές μεταγραφών τους ή πρόσληψής τους σε Αθλητικά Σωματεία ή Ποδοσφαιρικές Ανώνυμες Εταιρείες, κατά το παρελθόν αποτελούν εισόδημα των προσώπων αυτών κατά το χρόνο απόδοσής τους και φορολογούνται κατά τα προβλεπόμενα για τα εισοδήματα αυτά, κατά το χρόνο αυτόν υπό την προϋπόθεση ότι τα εισοδήματα αυτά δεν έχουν δηλωθεί με αρχική ή συμπληρωματική δήλωση μέχρι τη δημοσίευση του παρόντος. Φύλλα ελέγχου και πράξεις επιβολής προστίμου που έχουν εκδοθεί από τις, αρμόδιες Δ.Ο.Υ. μέχρι την έναρξη ισχύος του παρόντος για μη δήλωση αυτών των εισοδημάτων ακυρώνονται, και το μέρος που αφορούν τα εισοδήματα αυτό, έστω και αν οι πράξεις αυτές έχουν καταστεί οριστικές με εξαίρεση τις περιπτώσεις που επήλθε διοικητική επίλυση της διαφοράς, Η ακύρωση των παραπάνω πράξεων ενεργείται από τις αρμόδιες Δ.Ο.Υ. μετά από προηγούμενη αίτηση των ενδιαφερομένων που υποβάλλεται με τα νόμιμα αποδεικτικά στοιχεία μέχρι την τελευταία εργάσιμη για τις δημόσιες υπηρεσίες ημέρα του επόμενου μήνα από τη δημοσίευση του παρόντος στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Άρθρο 36

1. Η τήρηση της Αναλυτικής Λογιστικής Εκμεταλλεύσεως της παρ. Γ.' του άρθρου 3 του π.δ., 205/1998 (ΦΕΚ 163 Α') για τα νοσηλευτικά ιδρύματα του ν.δ. 2592/1953. όπως αυτό τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε έως σήμερα, θα ισχύσει υποχρεωτικά από 1ης Ιανουαρίου 2001. Η Γενική Λογιστική εφαρμόζεται από 1ης Ιανουαρίου 2000 χωρίς την υποχρέωση εκτύπωσης θεωρημένων βιβλίων και την υποβολή χρηματικών προστίμων κατά το πρώτο έτος της εφαρμογής της.

Με απόφαση των διοικητικών συμβουλίων αυτών που εγκρίνονται από τον Υπουργό Υγείας και Πρόνοιας μπορεί να ανατεθεί σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις, σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου η μηχανοργάνωση και η τήρηση των λογιστικών τους βιβλίων για την εφαρμογή της γενικής και αναλυτικής λογιστικής εκμεταλλεύσεως, καθώς και τη σύνταξη των

οικονομικών καταστάσεων που προβλέπονται από το λογιστικό σχέδιο των Ν.Π.Δ.Δ. (π.δ. 205/1998 τ. Α').

Οι φορείς που θα αναλάβουν την ανωτέρω εφαρμογή οφείλουν να ολοκληρώσουν το έργο τους, που θα περιλαμβάνει και την εκπαίδευση του προσωπικού των νοσηλευτικών ιδρυμάτων εντός δύο (2) ετών από την ημερομηνία ανάθεσης.

Με κοινή υπουργική απόφαση των Υπουργών Οικονομικών και Υγείας και Πρόνοιας θα καθορισθούν τα κριτήρια ανάθεσης, καθώς και κάθε άλλη λεπτομέρεια.

2. Τα λοιπά Ν.Π.Δ.Δ. αρμοδιότητας Υπουργείου Υγείας και Πρόνοιας, πλην εκείνων της ανωτέρω παραγράφου, θα εφαρμόσουν το Κλαδικό Λογιστικό Σχέδιο του άρθρου 1. του π.δ. 205/1998 από 1ης Ιανουαρίου 2001.

Άρθρο 37

Στην περίπτωση β. της παρ. 3 του άρθρου 3 του ν. 2470/1997 (ΦΕΚ 40 Α') προστίθεται εδάφιο β. ως εξής: " Κατ' εξαίρεση, οι ανωτέρω διατάξεις έχουν εφαρμογή για τους κατόχους πτυχίων ισοτίμων, σύμφωνα με την παρ. 3 του π.δ. 110/1993, προς τα πλήρους πενταετούς φοίτησης πτυχία των τμημάτων Φαρμακευτικής των Πανεπιστημίων Αθηνών, Θεσσαλονίκης και Πατρών. Η ισχύς της διατάξεως αυτής αρχίζει από 1ης Ιανουαρίου 1997".

Άρθρο 38

1. Το άρθρο 9 του Ν. 936/1979 αντικαθίσταται ως ακολούθως:

“Άρθρο 9

1. Εξαγωγέας θεωρείται το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που ασκεί εξαγωγικό εμπόριο κατά την έννοια και τις προϋποθέσεις του ν.δ. 3999/1959. Για την άσκηση του εξαγωγικού εμπορίου προαπαιτείται καταχώρηση της επωνυμίας του εξαγωγέα στο Ειδικό το μητρώο Εξαγωγών, που τηρείται στα κατά τόπους Εμπορικό και Βιομηχανικά Επιμελητήρια της χώρας και σε περίπτωση που δεν

υπάρχει Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο, στο αντίστοιχο τμήμα των κατά τόπους λοιπών Επιμελητηρίων της χώρας.

2. Η καταχώριση γίνεται στο Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο, στην περιφέρεια του οποίου έχει την έδρα του ο εξαγωγέας, ανεξάρτητα αν είναι μέλος ή όχι αυτού, ή σε περίπτωση που δεν υπάρχει Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο, στο αντίστοιχο τμήμα άλλου Επιμελητηρίου στην περιφέρεια του οποίου έχει την έδρα του, ύστερα από αίτησή του, η οποία περιέχει υποχρεωτικό δήλωση για τα είδη το οποία πρόκειται να αποτελέσουν αντικείμενο των εξαγωγών του, καθώς και πληροφορίες και άλλα στοιχεία, όπως αυτό αναφέρονται στην παράγραφο 3 του παρόντος άρθρου. Η αίτηση πρέπει να συνοδεύεται από γραμμάτιο κατάθεσης στο Δημόσιο Ταμείο των κατά την παράγραφο 9 του άρθρου 2 του ν.δ. 3999/1959 τελών εγγραφής.

3. Η καταχώριση της επωνυμίας γίνεται με πράξη του Προέδρου του Επιμελητηρίου, ύστερα από προηγούμενη διαπίστωση ότι ο εξαγωγέας έχει την απαιτούμενη για τη διενέργεια του εξαγωγικού εμπορίου οργάνωση, πίστη και εμπορική εγκατάσταση. Για τη διαπίστωση των προϋποθέσεων αυτών το Επιμελητήριο δύναται να απαιτεί οποιοδήποτε σχετικό στοιχείο και να προβαίνει, όταν κρίνεται σκόπιμο, σε περαιτέρω έρευνα και σχετική αυτοψία. Η απόρριψη της αίτησης για καταχώριση της επωνυμίας γίνεται με αιτιολογημένη απόφαση της Διοικητικής Επιτροπής του Επιμελητηρίου.

4. Αποκλείονται της εγγραφής με απόφαση της Διοικητικής Επιτροπής του Επιμελητηρίου:

α) οι πτωχεύσαντες και μη αποκατασταθέντες, όπως και

β) οι αμετακλήτως καταδικασθέντες για εμπορία ναρκωτικών ή λαθρεμπορία ή πλαστογραφία ή υπεξαίρεση ή απάτη ή κλοπή ή απιστία ή λαθραία εξαγωγή συναλλάγματος ή παράβαση του νόμου περί επιταγών. Για τα νομικά πρόσωπα τις ανωτέρω προϋποθέσεις πρέπει να πληρούν οι Πρόεδροι των Διοικητικών Συμβουλίων, οι Διευθύνοντες και οι Εντεταλμένοι Σύμβουλοι των ανωνύμων εταιρειών, οι Διαχειριστές των εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, οι ομόρρυθμοι

Εταίροι των Ομορρύθμων και ετερορρύθμων εταιρειών και οι εκπρόσωποι των Συνεταιρισμών.

5. Η καταχώριση της επωνυμίας ανανεώνεται ανά τριετία ύστερα από σχετική αίτηση του εξαγωγέα, τηρουμένων των προϋποθέσεων της παραγράφου 4 του παρόντος περί αρχικής εγγραφής, στην οποία εμπεριέχεται και η αναφερόμενη στην παράγραφο 2 του παρόντος άρθρου δήλωση, επιπλέον δε και δήλωση ότι πραγματοποίησε εξαγωγές κατά τα αμέσως προηγούμενα τρία ημερολογιακά έτη. Η αίτηση συνοδεύεται από γραμμάτιο κατάθεσης στο δημόσιο ταμείο των κατά την παράγραφο 9 του άρθρου 2 του ν.δ. 3999/1959 τελών ανανέωσης της επωνυμίας.

6. Εκτός περιπτώσεων ανωτέρας βίας, εξαγωγέας που δεν πραγματοποίησε καμία εξαγωγή επί τριετία, διαγράφεται από το μητρώο εξαγωγέων με απόφαση της Διοικητικής Επιτροπής του Επιμελητηρίου. Εκπίπτουν αυτοδικαίως της ιδιότητας του εξαγωγέα και διαγράφονται από το Μητρώο Εξαγωγέων, με απόφαση της Διοικητικής Επιτροπής του Επιμελητηρίου, οι καταδικαζόμενοι με αμετάκλητη απόφαση για τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 4 του παρόντος άρθρου αδικήματα.

7. Κατά των αποφάσεων απόρριψης αιτήσεως καταχώρησης ή διαγραφής στο το Μητρώο Εξαγωγέων της Διοικητικής Επιτροπής των Επιμελητηρίων, επιτρέπεται εντός διμήνου από της επιδόσεις αυτών στους ενδιαφερομένους, σύμφωνα με τις εκάστοτε διατάξεις του Κώδικα Φορολογικής Νομοθεσίας, προσφυγή ενώπιον της Επιτροπής της παραγράφου 8 του παρόντος άρθρου, η οποία και αποφαινεται οριστικά.

8. Συνιστάται Επιτροπή αποτελούμενη από τους:

α) Γενικό Γραμματέα Διεθνών Οικονομικών Σχέσεων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

β) Προϊστάμενο της Διευθύνσεως Διαδικασιών Εξωτερικού Εμπορίου του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, ως μέλους.

γ) Προϊστάμενο του Τμήματος Εξαγωγικών Διαδικασιών της Διευθύνσεως Διαδικασιών Εξωτερικού Εμπορίου του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, ως μέλους

δ) Εκπρόσωπο της Κεντρικής Ένωσης Επιμελητηρίων, ως μέλους, οριζόμενο από αυτήν και

ε) Εκπρόσωπο του Πανελληνίου Συνδέσμου Εξαγωγέων, ως μέλους οριζόμενο από αυτόν.

Χρέη Γραμματέως εκτελεί υπάλληλος του Τμήματος Εξαγωγικών Διαδικασιών της Διευθύνσεως Διαδικασιών Εξωτερικού Εμπορίου του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Τον Πρόεδρο απουσιάζοντα ή κωλυόμενο αναπληροί ο Γενικός Διευθυντής Εξωτερικών, Οικονομικών και Εμπορικών Σχέσεων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Τον εκπρόσωπο της Κεντρικής Ένωσης Επιμελητηρίου απουσιάζοντα ή κωλυόμενο αναπληροί εκπρόσωπος του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών, οριζόμενος από αυτό. Η Επιτροπή η οποία εδρεύει στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας μπορεί να επιτρέψει την εγγραφή στο οικείο Επιμελητήριο, εάν κρίνει από τα υπάρχοντα στοιχεία ότι ο ενδιαφερόμενος αφ' ενός μεν πληροί από απόψεως δυνατοτήτων, εγκαταστάσεως και οργανώσεως τις προϋποθέσεις άσκησης εξαγωγικών δραστηριοτήτων αφ. ετέρου δε ότι διαθέτει το απαιτούμενο για την εν λόγω δραστηριότητα ήθος. Αν η προσφυγή ασκηθεί λόγω απορρίψεως ή διαγραφής του ενδιαφερομένου συνέπεια αμετάκλητης καταδίκης αυτού για τα περιγραφόμενα στην παράγραφο 4 του παρόντος άρθρου αδικήματα, πλην αυτού της παραβάσεως του νόμου περί επιταγών, η προσφυγή ασκείται και η Επιτροπή επιλαμβάνεται της ανωτέρω προσφυγής, μετά την πάροδο διετίας από της εκτίσεως της ποινής. Ειδικά εάν η ασκούμενη προσφυγή έχει σαν αίτιο την απόρριψη ή τη διαγραφή του ενδιαφερομένου συνεπεία αμετάκλητης καταδίκης αυτού για παράβαση του νόμου περί επιταγών, αυτή ασκείται και η Επιτροπή επιλαμβάνεται της ανωτέρω προσφυγής μετά την έκτιση της ποινής. Η συγκρότηση της εις το παρόν άρθρο Επιτροπής γίνεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας. Με όμοιες αποφάσεις καθορίζεται κάθε θέμα που

έχει σχέση με την οργάνωση και λειτουργία αυτής, καθώς και κάθε λεπτομέρεια αναγκαία για την εκτέλεση των διατάξεων του παρόντος άρθρου.

Οι απαραίτητες σχετικές δαπάνες για τη λειτουργία της Επιτροπής βαρύνουν τους προϋπολογισμούς των οικείων Επιμελητηρίων.

2. Οι διατάξεις των παραγράφων 2 και 3 του άρθρου 2 του ν.δ. 3999/1959 καταργούνται.

Άρθρο 39

1. Κατ' εξαίρεση των προβλεπομένων στην παράγραφο 7 του άρθρου 19 του π.δ. 774/1980, όπως ισχύει, συμβάσεις που αφορούν την υλοποίηση προγραμμάτων του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και των Κοινοτικών Πρωτοβουλιών, ετών 1994 έως και 1999, καθώς και του Ταμείου Συνοχής, μπορούν να συναφθούν μέχρι τις 31.12.1999 και χωρίς να υποβληθεί σχέδιο σύμβασης με το σχετικό φάκελο για τον οριζόμενο στην παραπάνω διάταξη έλεγχο ή και πριν την ολοκλήρωση του παραπάνω ελέγχου από το Ελεγκτικό Συνέδριο. Στις περιπτώσεις αυτές η συναφθείσα σύμβαση υποβάλλεται στο Ελεγκτικό Συνέδριο εντός δέκα (10) ημερών από την υπογραφή της. Εάν η σύμβαση και ο σχετικός φάκελος δεν υποβληθούν εντός της ανωτέρω προθεσμίας ή εάν ο έλεγχος του Ελεγκτικού Συνεδρίου αποβεί αρνητικός, η σύμβαση θεωρείται ως μηδέποτε συναφθείσα. Η ισχύς της παραγράφου αυτής αρχίζει από 28.9.1999.

2. Η παράγραφος 6 του άρθρου 8 του ν. 2741/1999 (ΦΕΚ 199 Α') δεν εφαρμόζεται για τους διαγωνισμούς που διενεργούνται μέχρι την 31.12.1999 για την υλοποίηση προγραμμάτων του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και των Κοινοτικών Πρωτοβουλιών, ετών 1994 έως και 1999 καθώς και του Ταμείου Συνοχής. Η ισχύς της παραγράφου αυτής αρχίζει από 28.9.1999.

Άρθρο 40

Για την παρακολούθηση της πορείας κάθε έργου του Δημοσίου, καθώς και του ευρύτερου δημόσιου τομέα, όπως αυτό ορίζεται κάθε φορά, συντάσσεται Δελτίο

Παρακολούθησης Έργου. Το ανωτέρω δελτίο συντάσσεται υποχρεωτικά κατά τη διάρκεια της μελέτης και κατασκευής του έργου από την υπηρεσία που ασκεί καθήκοντα επιβλέπουσας ή διευθύνουσας Υπηρεσίας και υποβάλλεται, με μέριμνα και ευθύνη της Προϊστάμενης Αρχής, σε εντεταλμένο προς τούτο όργανο της εποπτεύουσας Περιφέρειας ή του αρμόδιου εποπτεύοντος Υπουργείου. Το πρότυπα των Δελτίων κατά κατηγορία έργων, ο χρόνος υποβολής τους, οι ευθύνες των υπόχρεων, τα εντεταλμένα όργανα των εποπτευουσών αρχών και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια ορίζονται με κοινές αποφάσεις των Υπουργών Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης, Εθνικής Οικονομίας και Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων.

Άρθρο 41

1. Η κανονιστική απόφαση που είχε εκδοθεί κατ εφαρμογή της περίπτωσης β. της παραγράφου 2 του άρθρου 3 του κωδ. ν. 1892/1990 με το π.δ. 456/1995 (ΦΕΚ 269 Α/29.12.1995) και είχε διατηρηθεί σε ισχύ μέχρι τη συμπλήρωση 2ετίας από την έναρξη ισχύος της με τη μεταβατική διάταξη της περίπτωσης δ. της παραγράφου 3 του άρθρου 14 του ν. 2601/1998 συνεχίζει να ισχύει και να εφαρμόζεται για το ν. 2601/ 1998 και μετά τη συμπλήρωση της ως άνω 2ετίας, μέχρι την 30.6.2000.
2. Η προθεσμία που προβλέπεται στη διάταξη του δεύτερου εδαφίου της περίπτωσης υ της παραγράφου 3 του άρθρου 5 του ν. 2601/1998, παρατείνεται αφότου έληξε μέχρι την 15η Σεπτεμβρίου του έτους 2000.
3. Στο τέλος του πρώτου εδαφίου της υποπερίπτωσης (1) της περίπτωσης α' της παραγράφου 1 του άρθρου 8 τού ν. 2601/1998, προστίθεται η ακόλουθη πρόταση:
Επίσης στην Κεντρική Υπηρεσία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας υποβάλλονται και οι αιτήσεις υπαγωγής επενδύσεων ή και προγραμμάτων χρηματοδοτικής μίσθωσης εξοπλισμού ύψους μέχρι 700 εκατομμύρια δραχμές, που πραγματοποιούνται μέσα στα όρια περισσότερων της μιας Περιφερειών της χώρας.

4. Στο άρθρο 6 του ν.2601/1998 προστίθεται, αφότου ίσχυσε, παράγραφος 33. ως εξής: 33. Οι ενισχύσεις της επιχορήγησης και επιδότησης τόκων ή και χρηματοδοτικής μίσθωσης καινούργιου μηχανολογικού και λοιπού εξοπλισμού, καθώς και σχηματισμού αφορολόγητου αποθεματικού επένδυσης ή επιχειρηματικού προγράμματος, εκφρασμένες σε Καθαρό Ισοδύναμο Επιχορήγησης (Κ.Ι.Ε.), δεν θα υπερβαίνουν το εγκριθέν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατά περίπτωση ανώτατο όριο περιφερειακής ενίσχυσης για την Ελλάδα.

Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας, Οικονομικών και Ανάπτυξης καθορίζεται η μέθοδος υπολογισμού του Κ.Ι.Ε. που σε κάθε περίπτωση χρησιμοποιείται για την εφαρμογή του περιορισμού της παρούσας παραγράφου, στο πλαίσιο των οριζόμενων στο Παράρτημα Ι των Κατευθυντήριων Γραμμών Σχετικά με τις Κρατικές Ενισχύσεις Περιφερειακού Χαρακτήρα. της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι διαδικασίες καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή της παρούσας διάταξης.

Άρθρο 42

1. Η παράγραφος 6 του άρθρου 4 του ν. 2744/1999 (ΦΕΚ 222 Α') αντικαθίσταται ως εξής: "6. Οι τίτλοι που προβλέπεται να εκδοθούν από το Ελληνικό Δημόσιο με σκοπό τη ρύθμιση εκκρεμοτήτων μεταξύ αυτού και της Ε.Υ.Δ.Α.Π., δυνάμει του άρθρου 29 του ν. 2731/1999 (ΦΕΚ 138 Α.), δεν εκδίδονται, αλλά η σχετική οφειλή του Ελληνικού Δημοσίου προς την Ε.Υ.Δ.Α.Π., όπως έχει προσδιορισθεί με την υπ' αριθμ. 2/64291/10049/3.9.1999 απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, συμψηφίζεται με απαιτήσεις του Ελληνικού Δημοσίου που προκύπτουν από το φορολογικό έλεγχο ανέλεγκτων χρήσεων μέχρι και τη χρήση του 1998, τυχόν δε υπόλοιπο της οφειλής του Δημοσίου συμψηφίζεται με μείωση του ειδικού αποθεματικού κεφαλαίου, που προβλέπεται στην παράγραφο 9 του άρθρου 1 του παρόντος.

2. Η Ε.Υ.Δ.Α.Π. δύναται, για συσσωρευμένες υποχρεώσεις που δεν έχουν απεικονισθεί στις οικονομικές της καταστάσεις μέχρι 31.12.1998, να σχηματίσει

τις αναγκαίες προβλέψεις με ισόποση μείωση του Ειδικού Αποθεματικού της παραγράφου 9 του άρθρου 1 του ν. 2744/1999.

Άρθρο 43 Ειδικές ρυθμίσεις

1. Οι μισθωτοί της επιχείρησης "Συνεταιριστικό Ελληνικό Λιπάσματα Α.Ε." των οποίων η καταγγελία της σχέσης εργασίας τους από την επιχείρηση εμπίπτει μέσα στο χρονικό διάστημα από 20.10.1999 μέχρι και 20.11.1999 δικαιούνται να επιλέξουν ένα από τα παρακάτω μέτρα κοινωνικής προστασίας που θα εφαρμοσθούν από τον Οργανισμό Απασχόλησης Εργατικού Δυναμικού (Ο.Α.Ε.Δ.).

Τα μέτρα αυτό είναι:

- α) αυτοαπασχόλησης,
- β) νέων θέσεων -εργασίας,
- γ) επανακατάρτισης,
- δ) ειδικής επιδότησης ανεργίας,
- ε) τακτικής επιδότησης ανεργίας.

Κατ. εξαίρεση και σε ειδικές περιπτώσεις, οι οποίες καθορίζονται με την Κοινή Υπουργική Απόφαση της παραγράφου 3 του άρθρου αυτού, οι ως άνω απολυόμενοι μισθωτοί δικαιούνται να επιλέξουν περισσότερα του ενός από τα πιο πάνω μέτρα κοινωνικής προστασίας.

2. Όσοι από τους ανωτέρω μισθωτούς επιλέξουν μετά την απόλυσή τους το μέτρο της ειδικής επιδότησης ανεργίας εξακολουθούν να ασφαίζονται στους οικείους φορείς ασφάλισης, στους οποίους υπάγονταν κατά το μήνα που προηγείται της καταγγελίας της σύμβασης, εργασίας, για όλους τους κλάδους και ο χρόνος της ασφάλισης κατά τη διάρκεια της ειδικής επιδότησης λαμβάνεται υπόψη τόσο για τη συμπλήρωση των προϋποθέσεων του άρθρου 10 του ν. 825/1978 (ΦΕΚ 189 Α.), όπως ισχύει σήμερα, όσο και για την εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του Κανονισμού Βαρέων και Ανθυγιεινών Επαγγελματιών (Κ.Β.Α.Ε.). Επίσης όσοι επιλέξουν το μέτρο της επανακατάρτισής τους ασφαίζονται στο Ι.Κ.Α. - Τ.Ε.Α.Μ..

3. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων καθορίζονται:

α) Οι όροι, οι προϋποθέσεις και η διαδικασία υπαγωγής των απολυθέντων μισθωτών του άρθρου αυτού στα μέτρα κοινωνικής προστασίας της παραγράφου 1, καθώς και η διάρκεια των προγραμμάτων που υλοποιούν τα μέτρα αυτά, οι ειδικές περιπτώσεις και τα κοινωνικά μέτρα που επιτρέπεται να επιλέξουν οι απολυόμενοι μισθωτοί, σύμφωνα με το τελευταίο εδάφιο της ίδιας παραγράφου, και το ύψος των καταβαλλόμενων κατά περίπτωση χρηματικών ποσών.

β) Κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή του άρθρου αυτού.

4. Οι δαπάνες που προκαλούνται από την εφαρμογή του ως άνω μέτρου της ειδικής επιδότησης ανεργίας βαρύνουν κατά το ήμισυ το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (Π.Δ.Ε.) και κατά το υπόλοιπο τον Ο.Α.Ε.Δ. ενώ οι δαπάνες από την εφαρμογή των λοιπών μέτρων κοινωνικής προστασίας βαρύνουν αποκλειστικά τον Ο.Α.Ε.Δ.

5. Οι επιχειρήσεις των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης του άρθρου 277 και επόμενα του Δημοτικού και Κοινοτικού Κώδικα (Δ.Κ.Κ.) στις οποίες εγκρίθηκαν, δυνάμει της υπ' αριθμ. 112925/27 7.1999 απόφασης του Υπουργού Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΦΕΚ 1576 Β), δράσεις δημιουργίας και λειτουργίας Βρεφικών ή Βρεφονηπιακών ή Παιδικών Σταθμών ή Κέντρων Δημιουργικής Απασχόλησης Παιδιών, καθώς και δράσεις δημιουργίας και λειτουργίας Κέντρων Κοινωνικής Μέριμνας, που εγκρίθηκαν δυνάμει της υπ' αριθμ 116445/15.10.1999 απόφασης του ίδιου Υπουργού (ΦΕΚ 1943 Θ.) στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος (Ε.Π.) Συνεχιζόμενη Κατάρτιση και Προώθηση της Απασχόλησης του Β' Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης (Κ.Π.Σ.), επιχορηγούνται για το συνολικό κόστος τους από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων.

Τα ποσά της κοινοτικής συνδρομής που αντιστοιχούν στις ως άνω επιχορηγούμενες δράσεις αποδίδονται στα έσοδα του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (Π.Δ.Ε.).

Άρθρο 44

Στην παρ. 7 του άρθρου 13 του ν. 2539/1997, όπως αυτή συμπληρώθηκε με την παρ. 26 του άρθρου 13 του ν. 2601/1998, προστίθεται εδάφιο που έχει ως εξής: Πιστώσεις του Κρατικού Προϋπολογισμού, που εγγράφονται ή μεταφέρονται στον προϋπολογισμό εξόδων του Υπουργείου Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης, υπό φορέα 07-120 και ΚΑΕ 2229 επιχορηγήσεις σε Ο.Τ.Α. για λοιπούς σκοπούς", διατίθενται για τη χρηματοδότηση Δήμων και Κοινοτήτων, με αποφάσεις του Υπουργού Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης, που εκδίδονται μετά από σχετική έγκριση της Επιτροπής της παρ. 6 του παρόντος άρθρου

Άρθρο 45 Ρύθμιση βεβαιωμένων οφειλών σεισμοπλήκτων και άλλες φορολογικές διατάξεις

1. Χρέη προς το Δημόσιο βεβαιωμένο στις Δ.Ο.Υ., Τελωνεία, καθώς και χρέη υπέρ νομικών προσώπων και τρίτων που εισπράττονται μέσω των Δ.Ο.Υ., τα οποία κατέστησαν ληξιπρόθεσμα μέχρι και τις 31 Δεκεμβρίου 1999 και οφείλονται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που επλήγησαν από το σεισμό της 7ης Σεπτεμβρίου 1999 ρυθμίζονται, ύστερα από αίτηση του οφειλέτη, και καταβάλλονται χωρίς τις αναλογούσες σε αυτά κατά τις διατάξεις του Κώδικα Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων, προσαυξήσεις εκπρόθεσμης καταβολής σε σαράντα οκτώ (48) κατ. ανώτατο όριο, ίσες μηνιαίες δόσεις, με τον περιορισμό ότι κάθε δόση δεν θα είναι μικρότερη των τριάντα χιλιάδων (30.000) δραχμών.

Προϋποθέσεις για την υπαγωγή στη ρύθμιση αποτελούν:

α) Η κατάθεση σχετικής αίτησης από τον ενδιαφερόμενο στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. ή Τελωνείο μέχρι την τελευταία εργάσιμη για τις δημόσιες υπηρεσίες ημέρα του επόμενου από τη δημοσίευση του νόμου αυτού του μήνα της δημοσίευσης θεωρουμένου ως πρώτου.

β) Η προσκόμιση του δελτίου αυτοψίας δευτεροβάθμιου ελέγχου που εξέδωσε το ειδικό συνεργείο του Υπουργείου Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημοσίων

Έργων και από το οποίο προκύπτει η ακαταλληλότητα με χαρακτηρισμό κόκκινο" ή κίτρινο οίκησης της οικίας ή χρήσης της επαγγελματικής εγκατάστασης του αιτούντα μέχρι την ίδια ως άνω ημερομηνία.

γ) Η καταβολή της πρώτης δόσης μέχρι την τελευταία εργάσιμη για τις δημόσιες υπηρεσίες ημέρα του μεθεπόμενου μήνα, από τη δημοσίευση του νόμου αυτού, του μήνα της δημοσίευσης θεωρουμένου ως πρώτου.

Η καθυστέρηση καταβολής τριών (3) συνεχών μηνιαίων δόσεων έχει ως συνέπεια την απώλεια του ευεργετήματος της ρύθμισης και την είσπραξη του υπολοίπου ποσού της οφειλής επιβαρυνόμενου με τις αναλογούσες κατά Κ.Ε.Δ.Ε. προσαυξήσεις εκπρόθεσμης καταβολής με βάση τα στοιχεία της βεβαίωσης. Σε περίπτωση καθυστέρησης καταβολής μιας οποιασδήποτε μηνιαίας δόσης ο οφειλέτης επιβαρύνεται με την αναλογούσα, κατά Κ.Ε.Δ.Ε., προσαύξηση.

Στην παραπάνω ρύθμιση υπάγονται και οι οφειλές φυσικών προσώπων τα οποία απώλεσαν τη ζωή τους συνεπεία του ως άνω σεισμού, καθώς και οι οφειλές των συζύγων τους ή των προστατευόμενων μελών αυτών, σύμφωνα με τις διατάξεις της φορολογίας εισοδήματος. Στην περίπτωση αυτήν για την υπαγωγή στη ρύθμιση απαιτείται πέραν των αναφερόμενων ανωτέρω δικαιολογητικών των περιπτώσεων α' και γ. και η προσκόμιση από τον αιτούντα δημόσιου εγγράφου που να πιστοποιεί το γεγονός απώλειας ζωής μέχρι την παραπάνω οριζόμενη προθεσμία προσκόμισης δικαιολογητικών.

Από τη ρύθμιση αυτήν εξαιρούνται τα χρέη που έχουν υπαχθεί σε πτωχευτικούς ή εξωπτωχευτικούς συμβιβασμούς που δεν έχουν ανατραπεί, τα αυτοτελώς βεβαιωμένα χρέη υπέρ Ο.Τ.Α., τα χρέη υπέρ των Κρατών - Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τα χρέη υπέρ ξένων κρατών από φόρο εισοδήματος.

Εφόσον ο οφειλέτης είναι συνεπής στην ρύθμιση και δεν υφίστανται άλλες ληξιπρόθεσμες οφειλές χορηγείται αποδεικτικό ενημερότητας των χρεών προς το Δημόσιο κάθε φορά για ένα (1) μήνα και δεν λαμβάνονται σε βάρος του τα προβλεπόμενα μέτρα από τις διατάξεις του άρθρου 27 του ν. 1882/1990 (ΦΕΚ 43 Α'), του ν. 395/1976 (ΦΕΚ 199 Α'), των άρθρων 22 και 23 του ν. 2523/1997 (ΦΕΚ 179 Α.), των άρθρων 231 έως 243 του ν. 2717/1999 (ΦΕΚ 97 Α') αναστέλλονται

δε τα τυχόν ληφθέντα ως άνω μέτρα. Επίσης αναστέλλεται η εκτέλεση της απόφασης για προσωποκράτηση ή αν αυτή έχει αρχίσει διακόπτεται, καθώς και η ποινική δίωξη που προβλέπεται από το άρθρο 23 του ν. 2523/1997 και αναβάλλεται η εκτέλεση της καταγνωσθείσα ποινής ή διακόπτεται η αρξάμενη εκτέλεση αυτής. Ομοίως αναστέλλεται η διαδικασία αναγκαστικής εκτέλεσης των κινητών ή ακινήτων με την προϋπόθεση ότι η εκτέλεση αφορά μόνο χρέη που ρυθμίζονται με τις διατάξεις αυτού του άρθρου. Η αναστολή δεν ισχύει για κατασχέσεις που έχουν επιβληθεί στο χέρια τρίτων ή έχουν εκδοθεί οι σχετικές παραγγελίες, τα αποδιδόμενα όμως ποσά από αυτές λαμβάνονται υπόψη για την κάλυψη δόσης ή δόσεων της ρύθμισης, εφόσον δεν συμψηφίζονται με άλλες οφειλές που δεν έχουν ρυθμιστεί. Στην περίπτωση που ο οφειλέτης απωλέσει το δικαίωμα της ρύθμισης αυτής τα μέτρα που έχουν ανασταλεί συνεχίζονται κανονικά. Η υπαγωγή του οφειλέτη στη ρύθμιση δεν εμποδίζει προς διασφάλιση της οφειλής, την επιβολή κατάσχεσης ή τη λήψη ασφαλιστικών μέτρων είσπραξης.

Η παραγραφή των χρεών που κατά τα ανωτέρω δύνανται να ρυθμιστούν και για τα οποία υποβάλλεται σχετική αίτηση υπαγωγής τους στη ρύθμιση, αναστέλλεται από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης και για ολόκληρο το χρονικό διάστημα που αφορά η ρύθμιση ανεξάρτητα καταβολής οποιουδήποτε ποσού και δεν συμπληρώνεται πριν παρέλθει ένα (1) έτος από την παύση αυτής.

Με την παρούσα ρύθμιση δεν θίγονται ισχύουσες διατάξεις που απαιτούν την καταβολή συγκεκριμένης οφειλής για τη διενέργεια ορισμένων πράξεων, όπως η πληρωμή των τελών κυκλοφορίας για μεταβίβαση αυτοκινήτων, του επιμεριστικού φόρου για μεταβίβαση κληρονομιαίων ακινήτων κ.ά.

Απαιτήσεις κατά του Δημοσίου οφειλετών που έχουν υπαχθεί στην παρούσα ρύθμιση συμψηφίζονται υποχρεωτικά με τις δόσεις της ρύθμισης αυτής, εφόσον δεν υπάρχουν άλλες ληξιπρόθεσμες Οφειλές έναντι των οποίων συμψηφίζονται κατά προτεραιότητα.

Οφειλές που έχει ανασταλεί η είσπραξή τους με τις αριθ. 1084411/4996 - 20/0016/13.9.1999 (ΠΟΛ.1184) και 1086085/5059 - 20/0016/21.9.1999 (ΠΟΛ.1188) αποφάσεις του Υπουργού Οικονομικών και δεν υπάγονται στην

παρούσα ρύθμιση απαλλάσσονται από τις προσαυξήσεις εκπρόθεσμης καταβολής που αναλογούν σε αυτές, σύμφωνα με τις διατάξεις του Κώδικα Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων, για το χρονικό διάστημα που διαρκεί, η αναστολή.

2. Ο χρόνος παραγραφής του δικαιώματος του Δημοσίου, ο οποίος συμπληρώνεται την 31η Δεκεμβρίου 1999, παρατείνεται μέχρι την 30 ή Ιουνίου 2000 για υποθέσεις φόρου μεταβίβασης με επαχθή αιτία ή αιτία θανάτου, δωρεάς, γονικής παροχής ή προίκας, για τις οποίες προβλέπουν οι διατάξεις της παραγράφου 3 του άρθρου 12 του α.ν. 1521/1950 (ΦΕΚ 245 Α') και της παραγράφου 1α του άρθρου 102 του ν.δ. 1 18/ 1973 (ΦΕΚ 202 Α.).

Άρθρο 46

Οι διατάξεις της παραγράφου 19 του άρθρου 57 του ν. 2218/1994 (ΦΕΚ 90 Α) ισχύουν και για την εφαρμογή των περί προαγωγών διατάξεων του ν. 2683/1999 (ΦΕΚ 19 Α') στο βαθμό του Γενικού Διευθυντή, με αυτοδίκαια μετάταξη στον κλάδο ΠΕ Οικονομολόγων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

Άρθρο 47

"Στο Υπουργείο Πολιτισμού συνιστώνται, πέραν των υφισταμένων, δεκαπέντε (15) θέσεις ΠΕ κατηγορίας, του Κλάδου ΠΕ 2 Αρχαιολόγων, με τα προσόντα που ορίζονται στις διατάξεις των άρθρων 1, 2 και 3 της Κ.Υ.Α. ΥΠ.ΠΟ./ΓΝΟΣ/13181/29.3.1989 (ΦΕΚ 233 Β'), όπως κυρώθηκε με τις διατάξεις της παρ. 61 του άρθρου 11 του ν. 1881/1990 (ΦΕΚ 72 Α'). Οι θέσεις θα πληρωθούν με ειδικό διαγωνισμό, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις, και με βάση τις ειδικότητες Προϊστορικών - Κλασικών και Βυζαντινών Αρχαιολόγων.

Οι συνιστώμενες θέσεις θα κατανεμηθούν μεταξύ της Κεντρικής Υπηρεσίας, των Περιφερειακών και Ειδικών Περιφερειακών Υπηρεσιών του Υπουργείου Πολιτισμού, με απόφαση του Υπουργού Πολιτισμού".

***Το άρθρο 47 αντικαταστάθηκε ως άνω με την παρ. 7 άρθρ. 6 Ν. 2833/2000, ΦΕΚ Α 150/30.6.2000.

Άρθρο 48

Η παράγραφος 1 του άρθρου 13 του ν. 2744/1999 (ΦΕΚ 222 Α) αντικαθίσταται ως εξής: Επιτρέπεται η μετάταξη εργαζομένων του Οργανισμού Ανάπτυξης Δυτικής Κρήτης (Ο.Α.Δ.Υ.Κ.), που υπηρετούν σε αυτόν κατά τη δημοσίευση του παρόντος νόμου σε υπηρεσίες των Νομαρχιακών Αυτοδιοικήσεων Χανίων και Ρεθύμνου, σε υπηρεσίες των Ο.Τ.Α. των Νομών Χανίων και Ρεθύμνου και σε υπηρεσίες της Γ.Γ. Περιφέρειας, του Ο.Α.Ε.Δ. και του Υπουργείου Δικαιοσύνης των Νομών Χανίων και Ρεθύμνου, καθώς και η μετάταξη των εργαζομένων του Οργανισμού Ανάπτυξης Ανατολικής Κρήτης (Ο.ΑΝ.Α.Κ.) που υπηρετούν σε αυτόν κατά τη δημοσίευση του παρόντος νόμου σε υπηρεσίες των Νομαρχιακών Αυτοδιοικήσεων Ηρακλείου και Λασιθίου, καθώς σε υπηρεσίες των Ο.Τ.Α. των Νομών Ηρακλείου και Λασιθίου.

Άρθρο 49

1. Τα άρθρα 13 και 14 της από 28.7 1978 (ΦΕΚ 117 Α) Πράξης Νομοθετικού Περιεχομένου "Περί αποκαταστάσεως ζημιών εκ των σεισμών 1978 εις περιοχήν Βορείου Ελλάδος και ρυθμίσεως συναφών θεμάτων η οποία κυρώθηκε με το άρθρο πρώτο του ν. 867/1979 (ΦΕΚ 24 Α'/7.2.1979) και τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε με τα άρθρα δεύτερο έως και δέκατο έκτο του αυτού ως άνω νόμου, αντικαθίστανται ως εξής:

Άρθρο 13

Ο Υπουργός Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων, κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων του για το έργο της αποκατάστασης σεισμοπλήκτων, δύναται εντός των πιστώσεων που διατίθενται για το σκοπό αυτόν σύμφωνα με το άρθρο 11 παρ. 1 της αυτής πράξης, να συνάπτει για λογαριασμό του Δημοσίου συμβάσεις να αποφασίζει για την πραγματοποίηση δαπανών εκτελέσεως έργων, λειτουργίας των Υπηρεσιών, στέγασης, μισθώσεων, παροχής υπηρεσιών, προμηθειών, μεταφορών υλικών, μηχανημάτων και εφοδίων και μεταφοράς Προσωπικού, που χρησιμοποιείται στο ανωτέρω έργο κατά παρέκκλιση των διατάξεων περί Δημοσίου Λογιστικού, κρατικών προμηθειών,

δημοσίων έργων και αναθέσεως μελετών του Δημοσίου και κάθε άλλης γενικής και ειδικής διάταξης, μετά από γνώμη του Συμβουλίου Δημόσιων Έργων της Γενικής Γραμματείας Δημόσιων Έργων του Υπουργείου Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων.

Στην έννοια της στέγασης υπάγεται η στέγαση των Υπηρεσιών και του προσωπικού, καθώς και η διαμονή αυτού σε λυόμενες ή προκατασκευασμένες οικίες με ότι απαιτείται για τον εξοπλισμό τους, όταν δεν προσφέρεται άλλος τρόπος στέγασης.

Στην έννοια των δαπανών λειτουργίας των Υπηρεσιών περιλαμβάνονται ενδεικτικό οι δαπάνες τηλεπικοινωνιών, κινητής τηλεφωνίας, φωτισμού.

Στην έννοια των μισθώσεων περιλαμβάνονται και:

α) Η μίσθωση κτιρίων για στέγαση υπηρεσιών της Γ.Γ.Δ.Ε. με αρμοδιότητα το έργο αποκατάστασης των σεισμοπλήκτων και μέχρι την ολοκλήρωση του έργου. Για τις μισθώσεις αυτές εφαρμόζεται αναλόγως η διάταξη του τέταρτου άρθρου του ν. 2445/1996 (ΦΕΚ 274 Α).

β) Η μίσθωση ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων για παροχή υπηρεσιών διαμονής και σίτισης προσωπικού (υπαλλήλων και ιδιωτών) που απασχολείται με το έργο της αποκατάστασης των σεισμοπλήκτων και για χρονικό διάστημα δύο (2) μηνών από την ημερομηνία του σεισμού, το οποίο δύναται να παραταθεί με απόφαση του Υπουργού Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων.

γ) Η μίσθωση μεταφορικών μέσων για την εξυπηρέτηση των υπηρεσιών και του προσωπικού που απασχολείται με το έργο της αποκατάστασης σεισμοπλήκτων.

Η ισχύς όλων των εκδιδόμενων διοικητικών πράξεων ανατρέχει στην ημερομηνία του σεισμού στον οποίο αναφέρεται.

Η ισχύς των διατάξεων αυτών αρχίζει από την ημερομηνία του σεισμού της 7.9.1999. Τυχόν γενόμενες μέχρι τούδε συμβάσεις, καθώς και δαπάνες πληρωμής και εκκαθάρισής των, σύμφωνα με τις διατάξεις αυτές, θεωρούνται νόμιμες.

Άρθρο 14

1. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομικών και Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων:

α) Διαπιστώνεται η μετακίνηση και η ανάγκη για υπερωριακή απασχόληση και αποζημίωση του προσωπικού της Γ.Γ.Δ.Ε./ Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων, του Υπουργείου Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων και του λοιπού προσωπικού των άλλων φορέων του δημόσιου τομέα, που τίθεται στη διάθεση της Γ.Γ.Δ.Ε. και απασχολείται, με το έργο της αποκατάστασης των σεισμοπλήκτων για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο.

β) Καθορίζεται ο αριθμός των ωρών υπερωριακής απασχόλησης εργασίας κατά τις νυκτερινές ώρες και εργασίας κατά τις Κυριακές και τις εξαιρεσιμες ημέρες των υπαλλήλων μονίμων και συμβασιούχων ιδιωτικού δικαίου ορισμένου και αορίστου χρόνου, που απασχολούνται με το έργο της αποκατάστασης των σεισμοπλήκτων, κατά παρέκκλιση κάθε συναφούς γενικής ή ειδικής διάταξης ή συλλογικής σύμβασης εργασίας. Η ωριαία αμοιβή των υπαλλήλων, που απασχολούνται με το έργο της αποκατάστασης των σεισμοπλήκτων, ορίζεται σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ, 6 του άρθρου 18 του ν. 2470/1997, όπως αντικαταστάθηκε με την παρ, 1 του άρθρου 15 του ν. 2592/1998.

γ) Καθορίζεται ο αριθμός ημερών και τα χρησιμοποιούμενα μέσα μετακίνησης του διατιθέμενου προσωπικού, κατά παρέκκλιση κάθε συναφούς γενικής ή ειδικής διάταξης ή συλλογικής σύμβασης εργασίας.

2. Η δαπάνη που προκαλείται βαρύνει, από την έκδοση της παραπάνω απόφασης, τις διατιθέμενες για το έργο της αποκατάστασης των σεισμοπλήκτων πιστώσεις του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων.

2. Η παρ. 7 του άρθρου δεύτερου του ν. 1190/1981 (ΦΕΚ 203 Α/30.7.1981) αντικαθίσταται ως εξής: 7. Στους μηχανικούς ιδιώτες ή υπαλλήλους, με οποιαδήποτε σχέση του Δημοσίου, των Ο.Τ.Α. " Νομαρχιακής Αυτοδιοίκησης και λοιπών Ν.Π.Δ.Δ. ή Δημοσίων Επιχειρήσεων ή Οργανισμών, τους χρησιμοποιηθέντος χρησιμοποιημένους για τις αυτοψίες και τους ελέγχους

κτιρίων πληγέντων από τους σεισμούς και στο προσωπικό υποστήριξης αυτών, οργάνωσης και συντονισμού, δύναται να καταβάλλονται έξοδα κίνησής τους στις σεισμόπληκτες περιοχές, που καθορίζονται κατ' αποκοπή ανά αυτοψία ή έλεγχο ή ανά ημέρα ανεξάρτητα από τα χρησιμοποιούμενα μέσα κίνησης, με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομικών και Περιβάλλοντος, χωροταξίας και Δημόσιων Έργων, κατ' εξαίρεση κάθε άλλης γενικής ή ειδικής διάταξης. Οι δαπάνες καταβάλλονται από τις σχετικές πιστώσεις αποκατάστασης.

3. Η ισχύς των διατάξεων του παρόντος άρθρου αρχίζει από 7.9.1999 ημερομηνία του σεισμού στο Νομό Αττικής. Συμβάσεις που έχουν υπογραφεί και δαπάνες που έχουν αναληφθεί από την ανωτέρω ημερομηνία σύμφωνα με τις προαναφερόμενες διατάξεις στα πλαίσια του έργου αποκατάστασης των σεισμόπληκτων θεωρούνται νόμιμες.

Άρθρο 50 Ρύθμιση βεβαιωμένων χρεών από δάνεια σεισμόπληκτων περιοχών όλης της Επικράτειας

1. Χρέη προς το Δημόσιο τα οποία προέρχονται από δάνεια που χορηγήθηκαν με εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα για την αποκατάσταση των ζημιών, που υπέστησαν από τους σεισμούς που έλαβαν χώρα σε διάφορες περιοχές όλης της Επικράτειας και έχουν βεβαιωθεί στις αρμόδιες δημόσιες οικονομικές υπηρεσίες (Δ.Ο.Υ.) μέχρι 31 Αυγούστου 1999, καθώς και χρέη προς τρίτους που συμβεβαιώνονται και συνεισπράττονται με αυτό, ρυθμίζονται και καταβάλλονται σε σαράντα οκτώ (48) ίσες μηνιαίες δόσεις που το ποσό της καθεμιάς δεν μπορεί να είναι μικρότερο των τριάντα χιλιάδων (30,000) δραχμών. Οι ρυθμιζόμενες οφειλές καταβάλλονται χωρίς τις αναλογούσες σε αυτές, κατά τις διατάξεις του Κώδικα Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων (Κ.Ε.Δ.Ε.) προσαυξήσεις εκπρόθεσμης καταβολής.

2. Προϋπόθεση για την υπαγωγή στη ρύθμιση αυτήν αποτελεί: .

α) Η κατάθεση αίτησης από τον ενδιαφερόμενο στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. μέχρι την τελευταία εργάσιμη, για τις δημόσιες υπηρεσίες, ημέρα του μεθεπόμενου από τη

δημοσίευση του νόμου αυτού μήνα, του μήνα δημοσίευσης θεωρουμένου ως πρώτου.

β) Η καταβολή της πρώτης δόσης της ρύθμισης μέχρι την τελευταία εργάσιμη, για τις δημόσιες υπηρεσίες, ημέρα του επόμενου μήνα από την ημερομηνία λήξης της κατάθεσης της αίτησης και της σχετικής βεβαίωσης για τη φύση του δανείου ως σεισμοδανείου.

3. Στη ρύθμιση αυτή δύναται να υπαχθούν και τα χρέη που προέρχονται από σεισμοδάνεια με εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου, των οποίων οι οφειλέτες απώλεσαν για οποιονδήποτε λόγο το δικαίωμα διακανονισμού εξόφλησης αυτών με προηγούμενες ρυθμίσεις υπό την προϋπόθεση κατάθεσης σχετικής αίτησής τους, στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. και καταβολής της πρώτης δόσης μέσα στις προθεσμίες που ορίζονται στην προηγούμενη παράγραφο με τις αναλογούσες προσαυξήσεις εκπρόθεσμης καταβολής που κεφαλαιοποιούνται μέχρι τις 31 Αυγούστου 1999.

4. Κατά τα λοιπά ισχύουν ανάλογα οι διατάξεις των παραγράφων 5 έως και 9 του άρθρου 36 του ν.2648/ 1998.

Άρθρο 51

1. α. Η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών (Ε.Χ.Α.Ε.), που ιδρύεται σύμφωνα με τη διαδικασία της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου, διέπεται από τις διατάξεις του Κ.ν. 2190/1920, εκτός όπου επί μέρους διατάξεις του παρόντος νόμου εισάγουν αποκλίσεις από αυτές.

β. Σκοπός της Ε.Χ.Α.Ε. είναι η συμμετοχή της σε επιχειρήσεις που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με την υποστήριξη και λειτουργία οργανωμένων αγορών κεφαλαίου.

γ. Η Ε.Χ.Α.Ε. δεν ανήκει στο δημόσιο τομέα και δεν υπάγεται στις διατάξεις που προβλέπουν οποιουσδήποτε περιορισμούς για τα νομικά πρόσωπα του δημόσιου τομέα,

2. α. Τη διαδικασία ίδρυσης της Ε.Χ.Α.Ε. υποστηρίζει χρηματοοικονομικός σύμβουλος που προσλαμβάνεται κατά τα οριζόμενα στην παράγραφο 3 του

άρθρου 5 του ν. 2000/1991, η οποία προστέθηκε με το άρθρο 70 παρ. 1 του ν. 2065/1992 (ΦΕΚ 113 Α') και έχει συμπληρωθεί με το άρθρο 39 του ν. 2093/1992 (ΦΕΚ 181 Α') και το άρθρο 8 παρ. 9 του ν. 2166/1993 (ΦΕΚ 137 Α'), Η αμοιβή του συμβούλου βαρύνει την εταιρία Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. (Χ.Α.Α.).

β. Ιδρυτές της Ε.Χ.Α.Ε. μπορούν να είναι μόνο μέτοχοι του Χ.Α.Α. κατά το χρόνο δημοσίευσης του παρόντος νόμου.

γ. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος:

(αα) συντάσσει και ανακοινώνει στους μετόχους του Χ.Α.Α. το σχέδιο καταστατικού της Ε.Χ.Α.Ε.,

(ββ) προσδιορίζει και γνωστοποιεί στους μετόχους του Χ.Α.Α. τη διαδικασία και προθεσμία εκδήλωσης ενδιαφέροντος για συμμετοχή στην ίδρυση της Ε.Χ.Α.Ε., καθώς και εισφοράς των μετοχών και καταβολής των μετρητών στο κεφάλαιο της Ε.Χ.Α.Ε.,

(γγ) συντάσσει πληροφοριακό σημείωμα στο οποίο καταγράφει κάθε πληροφορία που κρίνει αναγκαία για την αξιολόγηση από τους μετόχους του Χ.Α.Α. της συμμετοχής τους στην ίδρυση της Ε.Χ.Α.Ε. και

(δδ) παρακολουθεί τη διαδικασία ίδρυσης της εταιρίας, ιδίως αναλαμβάνει την τήρηση των προσωρινών βιβλίων της και σε συνεργασία με τους αρμόδιους φορείς και αρχές προβαίνει σε άλλες απαραίτητες ενέργειες για την ταχύτερη δυνατή ολοκλήρωσή της.

δ. Το πληροφοριακό σημείωμα του στοιχείου (γγ) του προηγούμενου εδαφίου αποστέλλεται σε όλους τους μετόχους του Χ.Α.Α. εντός δέκα (10) ημερών από τη δημοσίευση του παρόντος νόμου. Με ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου της Χ.Α.Α. παρέχονται στο σύμβουλο τα στοιχεία επικοινωνίας των μετόχων της Χ.Α.Α. κατά το χρόνο δημοσίευσης του παρόντος νόμου.

ε. Εντός δέκα (10) ημερών από την πάροδο της προθεσμίας εκδήλωσης ενδιαφέροντος για τη συμμετοχή στο αρχικό μετοχικό κεφάλαιο της Ε.Χ.Α.Ε., ο σύμβουλος ανακοινώνει τον πίνακα των ιδρυτών της Ε.Χ.Α.Ε., το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, τον αριθμό των μετοχών που αναλαμβάνει κάθε ιδρυτής, τη σύνθεση του πρώτου διοικητικού συμβουλίου, τον τόπο και το χρόνο υπογραφής του καταστατικού και τη διαδικασία συμμετοχής των ιδρυτών



στη σύσταση της εταιρίας, ιδίως της καταβολής μετρητών και εισφοράς μετοχών στο κεφάλαιο της εταιρίας από τους ιδρυτές.

3. α. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο της Ε.Χ.Α.Ε. αποτελείται από μετοχές του Χ.Α.Α. και μετρητά όπως ειδικότερα ορίζεται στην παρούσα παράγραφο. Η εισφορά μιας (1) μετοχής του Χ.Α.Α. και η ταυτόχρονη καταβολή 200 δρχ. παρέχει στον ιδρυτή μέτοχο το δικαίωμα ανάληψης δέκα (10) μετοχών της Ε.Χ.Α.Ε. Κατά παρέκκλιση των διατάξεων του άρθρου 9 του κ.ν. 2190/1920, οι μετοχές που εισφέρονται σύμφωνα με το παραπάνω εδάφιο αποτιμώνται στην υψηλότερη τιμή μεταξύ των δύο ακόλουθων τιμών: (αα) της τιμής διάθεσης των μετοχών της Χ.Α.Α. Α.Ε. κατά την τελευταία ιδιωτική τοποθέτηση προς επιλεγμένους επενδυτές που διενεργήθηκε πριν τη δημοσίευση του παρόντος νόμου από το Ελληνικό Δημόσιο σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην παρ. 3 του άρθρου 2 του ν. 2324/1995. και (ββ) της λογιστικής αξίας της εισφερόμενης μετοχής σύμφωνα με τον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό του Χ.Α.Α.

β. Απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο ή άλλη εισφορά υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου η καταβολή, μετρητών και η εισφορά μετοχών της Χ.Α.Α. Α.Ε. κατά το σχηματισμό του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου της Ε.Χ.Α.Ε. σύμφωνα με το παρόν άρθρο, με εξαίρεση το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου.

4. α. Ο τακτικός και έκτακτος έλεγχος της Ε.Χ.Α.Ε., ο οποίος προβλέπεται από τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρίες διενεργείται από δύο ορκωτούς ελεγκτές.

β. Οι καταχωρίσεις της Ε.Χ.Α.Ε., που προβλέπονται από τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες, γίνονται στο Μητρώο της παραγράφου 8 του άρθρου 7β του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύει, που τηρείται στη Διεύθυνση Α.Ε. και Πίστewς της κεντρικής υπηρεσίας του Υπουργείου Ανάπτυξης.

γ. Οι διατάξεις του άρθρου 1 του ν. 1806/1988 (ΦΕΚ 207 Α.) εφαρμόζονται και για τον έλεγχο και την εποπτεία των δραστηριοτήτων της Ε.Χ.Α.Ε..

δ. Ο Πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου της Ε.Χ.Α.Ε. ορίζεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

ε. Στο καταστατικό της Ε.Χ.Α.Ε. μπορεί να προβλέπεται ότι το πρώτο διοικητικό της συμβούλιο έχει τη δυνατότητα τροποποίησης του καταστατικού της εταιρίας για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της μέχρι το ένα τρίτο (1/3) του αρχικού

κεφαλαίου και υποβολής αίτησης για την εισαγωγή μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Μπορεί επίσης να προβλέπεται στο καταστατικό ότι κατά παρέκκλιση των διατάξεων του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύει, οι μέτοχοι της εταιρίας δεν θα έχουν δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, που θα γίνει σύμφωνα με το προηγούμενο εδάφιο.

στ. Οι μετοχές της Ε.Χ.Α.Ε. εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά παρέκκλιση των προϋποθέσεων του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 3 του τμήματος Ι του άρθρου 3 του π.δ. 350/1985, όπως αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 2 του άρθρου 1 του ν. 2651/1998.

ζ. Όπου σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία απαιτείται, για την εισαγωγή μετοχών εταιριών στο Χ.Α.Α., απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., ειδικά για την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. μετοχών της Ε.Χ.Α.Ε., καθώς και των εταιρειών που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, η σχετική απόφαση λαμβάνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

η. Η εποπτεία και ο έλεγχος επί της Ε.Χ.Α.Ε. ως προς την τήρηση των πάσης φύσεως υποχρεώσεων της ως εκδότριας μετοχών εισηγμένων σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά ανήκει αποκλειστικά στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

θ. Απαγορεύεται η με οποιονδήποτε τρόπο ανάμειξη του διοικητικού συμβουλίου της Ε.Χ.Α.Ε. στις εποπτικές αρμοδιότητες του Χ.Α.Α., καθώς και στον καθορισμό της τιμολογιακής πολιτικής για τις παρεχόμενες από το Χ.Α.Α. κάθε είδους υπηρεσίες.

Άρθρο 52

1. α. Η παράγραφος 2 του άρθρου 26 του ν. 2127/1993, όπως ισχύει αντικαθίσταται ως εξής: 2. Ο συντελεστής του ειδικού φόρου κατανάλωσης αιθυλικής αλκοόλης καθορίζεται σε 908 Ευρώ, ανά εκατόλιτρο άνυδρης αιθυλικής αλκοόλης.

β. Τα πρώτο και δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 3 του άρθρου 26 του ν. 2127/1993, όπως ισχύει, αντικαθίστανται ως εξής: Εφαρμόζεται μειωμένος κατά η πενήντα τοις εκατό (50%) συντελεστές ειδικού φόρου κατανάλωσης αιθυλικής

αλκοόλης, έναντι του ισχύοντος κανονικού συντελεστή, για την αιθυλική αλκοόλη που προορίζεται για την παρασκευή ούζου ή που περιέχεται στο τσίπουρο και στην τσικουδιά. Ο μειωμένος αυτός συντελεστής καθορίζεται σε 454 Ευρώ, ανά εκατόλιτρο άνυδρης αιθυλικής αλκοόλης.

γ. Μετά το τρίτο εδάφιο της παραγράφου 1 του άρθρου 42 του ν. 2127 /1993, προστίθεται νέο εδάφιο που έχει ως εξής: Σε περίπτωση που η μεταβολή της πλέον ζητούμενης τιμής λιανικής πώλησης των τσιγάρων έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της συνολικής επίπτωσης που προκύπτει από το ποσοστό του φόρου που προβλέπεται στο δεύτερο εδάφιο, η έναρξιν εφαρμογής της απόφασης αυτής επιτρέπεται να ορίζεται το αργότερο μέχρι την 1η Ιανουαρίου του δεύτερου έτους που έπεται εκείνου της μεταβολής.

δ. Η ισχύς της παραγράφου αυτής αρχίζει από 1.1.2000.

2. Η Διαρκής Ιερά Σύνοδος (Δ.Ι.Σ.) με αποφάσεις της δύναται η ίδια ή δια της Εκκλησιαστικής Κεντρικής Υπηρεσίας Οικονομικών (Ε.Κ.Υ.Ο.) να συνιστά ανώνυμες εταιρίες ή εταιρίες περιορισμένης ευθύνης για την εν γένει αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης εκκλησιαστικής περιουσίας, καθώς και για το σχεδιασμό, τη μελέτη, την επίβλεψη, τη διεύθυνση, τη διαχείριση και την υλοποίηση των έργων και ενεργειών για τον εκσυγχρονισμό, την ενίσχυση και την ανάπτυξη των εκκλησιαστικών υποδομών. των εκκλησιαστικών δραστηριοτήτων και την υποστήριξη των επικοινωνιακής αναγκών. Στις ιδρυόμενες κατά τα άνω εταιρίες δύναται μετά από έγκριση της Δ.Ι.Σ. να συμμετέχουν Ιερές Μητροπόλεις ή άλλοι φορείς με τη σχετική απόφαση ποσοστό συμμετοχής σε αυτές. Η Δ.Ι.Σ. δύναται να συνιστά μόνη ή με άλλους φορείς από κοινού εταιρίες μη κερδοσκοπικό χαρακτήρα.

3. Στο άρθρο 10 του ν. 2768/1999 (ΦΕΚ 273 Α) προστίθεται παρ. 6 με το ακόλουθο περιεχόμενο: 6. Το Διοικητικό Συμβούλιο του Ο.Π.Α.Δ. συγκροτείται και λειτουργεί από τη δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως του παρόντος νόμου. Οι αποζημιώσεις της παρ. 2 του άρθρου 8, καθώς και όλες οι δαπάνες προετοιμασίας της λειτουργίας του Οργανισμού, μέχρι την κατά το παρόν άρθρο έναρξη της κύριας δραστηριότητας αυτού, βαρύνουν τις πιστώσεις του προϋπολογισμού του Υπουργείου Οικονομικών".

**Άρθρο 53**

1. Οι ραδιοφωνικοί σταθμοί, που λειτουργούσαν την 1η Νοεμβρίου 1999, θεωρούνται ως νομίμως λειτουργούντες μέχρι την έκδοση της απόφασης του Υπουργού Τύπου και Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης η οποία προβλέπεται στο άρθρο 7 παρ. 2 του ν. 2328/ 1995, για την προκήρυξη συγκεκριμένων θέσεων αδειών λειτουργίας τοπικών ραδιοφωνικών σταθμών.

Μετά την έκδοση της υπουργικής απόφασης του προηγούμενου εδαφίου, οι ανωτέρω ραδιοφωνικοί σταθμοί εξακολουθούν να θεωρούνται ως νομίμως λειτουργούντες εντός των ορίων του αντίστοιχου νομού, εφόσον υποβάλλουν αίτηση συμμετοχής στη σχετική διαγωνιστική διαδικασία και μέχρι την έκδοση της απόφασης του Υπουργού Τύπου και Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης με την οποία θα χορηγηθούν οι άδειες λειτουργίας για το νομό αυτόν ή μέχρι την έκδοση σχετικής απορριπτικής απόφασης ή αρνητικής βεβαίωσης, σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπεται στο άρθρο 2 παρ. 5 (περιπτώσεις γ' και δ') του ν. 2328/1995. Η αίτηση για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας πρέπει να έχει υποβληθεί από το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που είναι ιδιοκτήτης του λειτουργούντος σταθμού ή από νομικό πρόσωπο στο οποίο συμμετέχει ο ιδιοκτήτης του σταθμού.

2. Οι αναφερόμενοι στην προηγούμενη παράγραφο ραδιοφωνικοί σταθμοί οφείλουν να τηρούν τους προβλεπόμενους στο άρθρο 8 του ν. 2328/1995 κανόνες λειτουργίας, καθώς και αυτούς που προβλέπονται από τους ισχύοντες κώδικες δεοντολογίας του Εθνικού Συμβουλίου Ραδιοτηλεόρασης. Η παραβίαση των ανωτέρω κανόνων η οποία διαπιστώνεται με βάση τεκμηριωμένη και ειδικά αιτιολογημένη καταγγελία παντός έχοντος έννομο συμφέρον, έχει ως συνέπεια την άμεση διακοπή λειτουργίας του ραδιοφωνικού σταθμού, με απόφαση του Υπουργού Τύπου και Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης, καθώς και την αρνητική αξιολόγηση του σταθμού αυτού κατά τη βαθμολόγηση από το Ε.Σ.Ρ. του προβλεπόμενου στο άρθρο 7 παρ. 6 του ν. 2328/1995 κριτηρίου της προγραμματικής πληρότητας. Επίσης, οι ανωτέρω σταθμοί οφείλουν κατά τη λειτουργία τους να μην παρεμβάλλονται στους διαύλους συχνοτήτων της Ε Ρ.Τ. καθώς και στις επικοινωνίες των Ενόπλων Δυνάμεων. της Υπηρεσίας Πολιτικής

Αεροπορίας, του Ο.Τ.Ε. και κάθε άλλου νομίμως λειτουργούντος δικτύου. Σε αντίθετη περίπτωση και εφόσον αυτό διαπιστωθεί από ειδική τεχνική έκθεση αρμόδιου οργάνου, ο Υπουργός Τύπου και Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης διατάσσει αμελλητί την άμεση διακοπή λειτουργίας του σταθμού αυτού καθώς και την κατάσχεση όλου του τεχνικού εξοπλισμού.

3. Η ισχύς του άρθρου αυτού αρχίζει την 1η Νοεμβρίου 1999.

Άρθρο 54

Η ισχύς του νόμου αυτού αρχίζει από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στις επί μέρους διατάξεις του.

Παραγγέλλομε τη δημοσίευση του παρόντος στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και την εκτέλεσή του ως Νόμου του Κράτους.

Αθήνα, 29 Δεκεμβρίου 1999



GLOSSARY

Adjusted Funds From Operations (AFFO)

This term refers to a computation made by analysts and investors to measure a real estate company's cash flow generated by operations. AFFO is usually calculated by subtracting from Funds from Operations (FFO) both (1) normalized recurring expenditures that are capitalized by the REIT and then amortized, but which are necessary to maintain a REIT's properties and its revenue stream (e.g., new carpeting and drapes in apartment units, leasing expenses and tenant improvement allowances) and (2) "straight-lining" of rents. This calculation also is called Cash Available for Distribution (CAD) or Funds Available for Distribution (FAD).

Capitalization Rate

The capitalization rate (or "cap" rate) for a property is determined by dividing the property's net operating income by its purchase price. Generally, high cap rates indicate higher returns and greater perceived risk.

Cash (or Funds) Available for Distribution

Cash (or Funds) available for distribution (CAD or FAD) is a measure of a REIT's ability to generate cash and to distribute dividends to its shareholders. In addition to subtracting from FFO normalized recurring real estate-related expenditures and other non-cash items to obtain AFFO, CAD (or FAD) is usually derived by also subtracting nonrecurring expenditures.

Cost of Capital

The cost to a company, such as a REIT, of raising capital in the form of equity (common or preferred stock) or debt. The cost of equity capital generally is considered to include both the dividend rate as well as the expected equity growth either by higher dividends or growth in stock



prices. The cost of debt capital is merely the interest expense on the debt incurred.

DownREIT

A DownREIT is structured much like an UPREIT, but the REIT owns and operates properties other than its interest in a controlled partnership that owns and operates separate properties.

EBITDA

Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. This measure is sometimes referred to as Net Operating Income (NOI).

Equitization

The process by which the economic benefits of ownership of a tangible asset, such as real estate, are divided among numerous investors and represented in the form of publicly-traded securities.

Equity Market Cap

The market value of all outstanding common stock of a company.

Equity REIT

A REIT which owns, or has an "equity interest" in, rental real estate (rather than making loans secured by real estate collateral).

Funds From Operations (FFO)

The most commonly accepted and reported measure of REIT operating performance. Equal to a REIT's net income, excluding gains or losses from sales of property, and adding back real estate depreciation.

Hybrid REIT

A REIT that combines the investment strategies of both equity REITs and mortgage REITs.

Implied Equity Market Cap

The market value of all outstanding common stock of a company plus the value of all UPREIT partnership units as if they were converted into the REIT's stock. It excludes convertible preferred stock, convertible



debentures and warrants even though these securities have similar conversion features.

Leverage

The amount of debt in relation to either equity capital or total capital.

Mortgage REIT

A REIT that makes or owns loans and other obligations that are secured by real estate collateral.

Net Asset Value (NAV)

The net "market value" of all a company's assets, including but not limited to its properties, after subtracting all its liabilities and obligations.

Positive Spread Investing (PSI)

The ability to raise funds (both equity and debt) at a cost significantly less than the initial returns that can be obtained on real estate transactions.

Real Estate Investment Trust Act of 1960

The federal law that authorized REITs. Its purpose was to allow small investors to pool their investments in real estate in order to get the same benefits as might be obtained by direct ownership, while also diversifying their risks and obtaining professional management.

Real Estate Investment Trust (REIT)

A REIT is a company dedicated to owning, and in most cases, operating income-producing real estate, such as apartments, shopping centers, offices and warehouses. Some REITs also engage in financing real estate.

REIT Modernization Act of 1999

Federal tax law change whose provisions allow a REIT to own up to 100% of stock of a taxable REIT subsidiary that can provide services to REIT tenants and others. The law also changed the minimum distribution requirement from 95 percent to 90 percent of a REIT's taxable income -- consistent with the rules for REITs from 1960 to 1980.

**Securitization**

Securitization is the process of financing a pool of similar but unrelated financial assets (usually loans or other debt instruments) by issuing to investors security interests representing claims against the cash flow and other economic benefits generated by the pool of assets.

Straight-lining

Real estate companies such as REITs "straight line" rents because generally accepted accounting principles require it. Straight lining averages the tenant's rent payments over the life of the lease.

Tax Reform Act of 1986

Federal law that substantially altered the real estate investment landscape by permitting REITs not only to own, but also to operate and manage, most types of income-producing commercial properties. It also stopped real estate "tax shelters" that had attracted capital from investors based on the amount of losses that could be created.

Total Market Cap

The total market value of a REIT's (or other company's) outstanding common stock and indebtedness.

Total Return

A stock's dividend income plus capital appreciation, before taxes and commissions.

UPREIT

In the typical UPREIT, the partners of the Existing Partnerships and a newly-formed REIT become partners in a new partnership termed the Operating Partnership. For their respective interests in the Operating Partnership ("Units"), the partners contribute the properties from the Existing Partnership and the REIT contributes the cash proceeds from its public offering. The REIT typically is the general partner and the majority owner of the Operating Partnership Units.



After a period of time (often one year), the partners may enjoy the same liquidity of the REIT shareholders by tendering their Units for either cash or REIT shares (at the option of the REIT or Operating Partnership). This conversion may result in the partners incurring the tax deferred at the UPREIT's formation. The Unitholders may tender their Units over a period of time, thereby spreading out such tax. In addition, when a partner holds the Units until death, the estate tax rules operate in such a way as to provide that the beneficiaries may tender the Units for cash or REIT shares without paying income taxes.

COPYRIGHT © 2006 - - [National Association of Real Estate Investment Trusts®](#)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ