

*Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη
Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική*

***Διπλωματική εργασία με θέμα:
REITs***



*Μεταπτυχιακή φοιτήτρια: Σορολή Ευσταθία
Επιβλέπων καθηγητής: Κος Φίλιππος Νικόλαος*

Πειραιάς, 2008

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ευχαριστίες

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, Κο Φίλιππα Νικόλαο για το θέμα που με βοήθησε να επιλέξω, τις κατευθυντήριες οδηγίες, τις υποδείξεις και τη συμπαράσταση που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια του εξαμήνου. Ακόμα, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για τη συνεχή παρακολούθηση και τις απαραίτητες συμβουλές που μου παρείχε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Θερμές ευχαριστίες οφείλω και στο προπτυχιακό φοιτητή, Κο Αθανάσιο Χαρέμη, για τη για την αρωγή του στην περαίωση του εμπειρικού μέρους της παρούσης εργασίας.

Και, τέλος, ελπίζω να φανώ αντάξια των προσδοκιών τους!

Πειραιάς, 31/07/2008

Ε. Σορολή

Πίνακας Περιεχομένων

<i>Ευχαριστίες</i>	<i>σελ. 1</i>
<i>Εισαγωγή</i>	<i>σελ. 3</i>
ΜΕΡΟΣ Α': ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	<i>σελ. 5</i>
<i>Κεφάλαιο 1ο: Γενικά για την ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 6</i>
<i>1/. Εισαγωγικά</i>	<i>σελ. 7</i>
<i>1.1/. Ορισμός</i>	<i>σελ. 7</i>
<i>1.2/. Χαρακτηριστικά περιουσιακών στοιχείων</i>	<i>σελ. 9</i>
<i>1.3/. Κατηγοριοποίηση της ακίνητης περιουσίας</i>	<i>σελ. 9</i>
<i>1.3.1/. Γη</i>	<i>σελ. 9</i>
<i>1.3.2/. Κτίρια</i>	<i>σελ. 10</i>
<i>1.4/. Δημιουργία αξίας στην ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 10</i>
<i>1.5/. Εκτίμηση της ακίνητης περιουσίας</i>	<i>σελ. 12</i>
<i>1.6/. Η εκτίμηση της αγοράς</i>	<i>σελ. 13</i>
<i>Κεφάλαιο 2ο: Η Χρηματοοικονομική των ακινήτων</i>	<i>σελ. 15</i>
<i>2/. Η Χρηματοοικονομική των ακινήτων</i>	<i>σελ. 16</i>
<i>2.1/. Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα</i>	<i>σελ. 17</i>
<i>Κεφάλαιο 3ο: Ο θεσμός, οι μορφές & η κατανομή της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 18</i>
<i>3.1/. Ο θεσμός της ακίνητης περιουσίας και η επανάσταση της Χρηματοοικονομικής των ακινήτων</i>	<i>σελ. 19</i>
<i>3.2/. Μορφές επένδυσης σε ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 20</i>
<i>3.3/. Κατανομή των περιουσιακών στοιχείων</i>	<i>σελ. 21</i>
<i>3.4/. χαρακτηριστικά της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 22</i>
<i>3.5/. Κατηγοριοποίηση της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 24</i>
<i>3.5.1/. Άμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 24</i>
<i>3.5.2/. Έμμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία</i>	<i>σελ. 24</i>
<i>Κεφάλαιο 4ο: Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας</i>	<i>σελ. 26</i>
<i>4/. Αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας</i>	<i>σελ. 27</i>
<i>4.1/. Μοντέλα για την εκτίμηση της επίδοσης των αμοιβαίων</i>	<i>σελ. 28</i>
<i>4.2/. Επαναληπτικότητα της απόδοσης</i>	<i>σελ. 29</i>
<i>4.3/. Εμπειρικά αποτελέσματα</i>	<i>σελ. 29</i>
<i>4.4/. Χαρακτηριστικά αμοιβαίων και αποδόσεις</i>	<i>σελ. 30</i>
<i>4.5/. Συμπέρασμα</i>	<i>σελ. 31</i>
<i>Κεφάλαιο 5ο: Γενικά για τα REITs</i>	<i>σελ. 32</i>
<i>5/. Τι είναι τα REITs</i>	<i>σελ. 33</i>
<i>5.1/. Γενικά</i>	<i>σελ. 33</i>
<i>5.2/. Βασικά χαρακτηριστικά</i>	<i>σελ. 34</i>
<i>5.3/. Τα είδη των REITs</i>	<i>σελ. 35</i>
<i>5.3.1/. κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική</i>	<i>σελ. 35</i>
<i>5.3.2/. Κατηγοριοποίηση με βάση τη γεωγραφική περιοχή</i>	<i>σελ. 36</i>

5.3.3/ Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας	σελ. 37
Κεφάλαιο 6ο: Η επένδυση στα REITs	σελ. 39
6.1/ Ποιοι επενδύουν σε REITs	σελ. 40
6.2/ Γιατί επένδυση στα REITs;	σελ. 40
6.3/ Τι προσφέρουν τα REITs;	σελ. 41
6.4/ Πώς γίνεται η επένδυση σε REITs;	σελ. 41
6.5/ Πώς μετρούν οι επενδυτές την ικανότητα των REITs να πληρώνουν μερίσματα;	σελ. 42
6.6/ Πώς πρέπει να γίνει σωστά η επένδυση σε REITs;	σελ. 42
6.6.1/ Ποσοτικά κριτήρια επιλογής	σελ. 43
6.6.2/ Ποιοτικά κριτήρια επιλογής	σελ. 46
6.7/ Πώς γίνεται η εκτίμηση των μετοχών των REITs; REITs measure up over time..	σελ. 47 σελ. 48
6.8/ Είναι η κατοχή κατοικίας υποκατάστατο της επένδυσης σε REITs;	σελ. 49
Κεφάλαιο 7ο: Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα από την επένδυση σε REITs	σελ. 50
7.1/ Πλεονεκτήματα για τον επενδυτή	σελ. 51
7.2/ Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα των εταιρειών REIT	σελ. 53
Κεφάλαιο 8ο: REITs και Φορολογία	σελ. 54
8/ Η φορολογική μεταχείριση των REITs	σελ. 55
8.1/ Η φορολογία των ακινήτων στις ΗΠΑ	σελ. 55
8.2/ Η φορολόγηση των REITs	σελ. 55
8.3/ Υπόκεινται τα μερίσματα των REITs στον ελάχιστο φορολογικό συντελεστή του 15%;	σελ. 57
8.4/ Η φορολόγηση των μετόχων των REITs	σελ. 57
Κεφάλαιο 9ο: Κίνδυνος, Αποδόσεις, Διαφοροποίηση μέσω της επένδυσης σε REITs	σελ. 59
9.1/ Κίνδυνος από την επένδυση σε REITs	σελ. 60
9.2/ Οι μερισματικές αποδόσεις	σελ. 61
9.2.2/ Οι συνολικές αποδόσεις	σελ. 62
9.3/ Διαφοροποίηση	σελ. 64
Κεφάλαιο 10ο: Η κατάσταση & οι προοπτικές των REITs παγκοσμίως	σελ. 72
10/ Απολογισμός 2007	σελ. 73
10.1/ 2007 - Καθαροί Νικητές και Ηττημένοι	σελ. 73
10.2/ Η αγορά των REITs παγκοσμίως για το 2007	σελ. 75
10.2.2/ Θα υιοθετήσουν τα REITs στο άμεσο μέλλον	σελ. 76
10.3/ Κριτική	σελ. 77
10.3.1/ Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής	σελ. 77
10.3.2/ Καναδάς	σελ. 79
10.3.3/ Ηνωμένο Βασίλειο	σελ. 80
10.3.4/ Βέλγιο	σελ. 83
10.3.5/ Ιαπωνία	σελ. 84
10.3.6/ Σιγκαπούρη	σελ. 85
10.3.7/ Νότια Κορέα	σελ. 87
10.3.8/ Αυστραλία	σελ. 88
10.4/ Σύγκριση ανά περιοχές - 2006/2007	σελ. 91

10.5/ Ολικά μεγέθη ανά χώρα για το 2007	σελ. 94
10.6/ Ο τομέας της ιδιοκτησίας	σελ. 97
10.6.1/ Ασία	σελ. 97
10.6.2/ Ευρώπη - Μέση Ανατολή - Αφρική	σελ. 97
10.6.3/ Βόρεια Αμερική	σελ. 98
10.6.4/ Ειρηνικός	σελ. 98

Κεφάλαιο 11ο: Η ελληνική αγορά κατοικίας	σελ. 101
11/ Γενικά	σελ. 102
11.1/ Πώς είχαν οι προβλέψεις το 2006;	σελ. 102
11.1.1/ Κατοικίες	σελ. 102
11.1.2/ Η κατοικία ως επένδυση	σελ. 103
11.1.3/ Ευκαιρίες και Κίνδυνοι	σελ. 104
11.1.4/ Πώς διαμορφώνεται η κατάσταση σήμερα;	σελ. 110

Κεφάλαιο 12ο: Οι ελληνικές ΑΕΕΑΠ	σελ. 111
12/ Γενικά	σελ. 112
12.1/ Το θεσμικό πλαίσιο των ΑΕΕΑΠ	σελ. 113
12.2/ Τα βασικά χαρακτηριστικά των ΑΕΕΑΠ	σελ. 114
12.3/ Πειραιώς ΑΕΕΑΠ	σελ. 115
12.3.1/ Ιστορία	σελ. 116
12.3.2/ Επενδυτική πολιτική	σελ. 116
12.3.3/ Μετοχική σύνθεση	σελ. 118
12.3.4/ Οικονομικά μεγέθη εταιρείας	σελ. 119
12.4/ Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ	σελ. 121
12.4.1/ Ιστορικό και Ανάπτυξη	σελ. 121
12.4.2/ Επενδυτική στρατηγική	σελ. 122
12.4.3/ Διάρθρωση μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας	σελ. 124
12.4.4/ Άμεσες και έμμεσες συμμετοχές	σελ. 125

ΜΕΡΟΣ Β': Εμπειρικά στοιχεία και αποτελέσματα	σελ. 128
--	----------

Κεφάλαιο 13ο: Εμπειρικές μελέτες για τις αποδόσεις των REITs	σελ. 129
13.1/ Αποδόσεις real estate - REITs και Πληθωρισμός	σελ. 130
13.1.1/ Αποδόσεις ακίνητης περιουσίας έναντι πληθωρισμού	σελ. 130
13.1.2/ Αποδόσεις REITs έναντι πληθωρισμού	σελ. 131

Κεφάλαιο 14ο: Μέθοδοι αποτίμησης ακινήτων	σελ. 133
14.1/ Εισαγωγή	σελ. 134
14.1.1/ Η μέθοδος DCF στην ακίνητη περιουσία	σελ. 134
14.2. Υπόδειγμα Αποτίμησης REIT Stocks	σελ. 145

Συμπεράσματα	σελ. 151
---------------------	----------

Πηγές	σελ. 152
--------------	----------

Πίνακες – Διαγράμματα

- Διάγραμμα 1.1.* Οι συμμετέχοντες στην αγορά ακίνητης περιουσίας και η ροή πληροφοριών μεταξύ τους.
- Διάγραμμα 1.2.* Δημιουργία αξίας στην ακίνητη περιουσία
- Διάγραμμα 3.1.* Η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων ανά τις ευρωπαϊκές χώρες για το 2007.
- Διάγραμμα 3.2.* Τα είδη της επένδυσης σε ιδιοκτησία στις ευρωπαϊκές χώρες
- Πίνακας 5.1.* Η εξέλιξη των REITs από το 1971 έως το 2007.
- Διάγραμμα 5.1.* Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική.
- Διάγραμμα 5.2.* Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας.
- Διάγραμμα 6.1.* Οι συνολικές ετήσιες αποδόσεις των κυριότερων δεικτών για το διάστημα 1976 – 2006.
- Διάγραμμα 9.1.* Οι μερισματικές αποδόσεις των REITs ανά περιοχή για το 2007.
- Διάγραμμα 9.2.* Οι μερισματικές αποδόσεις το 2007 σε σύγκριση με αυτές το 2006.
- Διάγραμμα 9.3.* Οι συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις ανά REIT χώρα για το 2007.
- Διάγραμμα 9.4.* Οι συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις για τα έτη 2006 και 2007 ανά ήπειρο.
- Διάγραμμα 9.5.* Οι συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις για τα διάφορα είδη των επενδύσεων.
- Διάγραμμα 9.6.* Πώς κυμαίνεται η διαφοροποίηση των REITs αναφορικά με μετοχές μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης και ομόλογα.
- Διάγραμμα 9.7.* Το αποτελεσματικό σύννορο με και χωρίς REITs.
- Διάγραμμα 9.8.* Η αποδοτικότητα των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων σε συντομία
- Πίνακας 9.1.* Τα αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν και τα REITs.
- Διάγραμμα 9.9.* Δυνατότητα μείωσης του κινδύνου και αύξησης της απόδοσης για τους επενδυτές σε μετοχές και ομολογίες.
- Διάγραμμα 9.10.* Δυνατότητα μείωσης του κινδύνου και αύξησης της απόδοσης για τους επενδυτές σταθερού εισοδήματος.
- Διάγραμμα 9.11.* Αξιόπιστες αποδόσεις εισοδήματος οι οποίες και προέρχονται από τα μετοχικά REITs.
- Διάγραμμα 9.12.* Ο δείκτης τιμών των μετοχικών REITs σε σύγκριση με το δείκτη τιμών του καταναλωτή.
- Διάγραμμα 10.1.* Ο συνολικός αριθμός των REITs ανά περιοχή.
- Διάγραμμα 10.2.* Ο συνολικός αριθμός των REITs ανά χώρα
- Διάγραμμα 10.3.* Κεφαλαιοποίηση της αγοράς – Συνολική για τα δύο έτη 2006 και 2007
- Διάγραμμα 10.4.* Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών (έως την 30^η Ιουνίου 2007).
- Διάγραμμα 10.5.* Ο συντελεστής βήτα για κάθε περιοχή για τα έτη 2006 και 2007
- Διάγραμμα 10.6.* Η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς ανά REIT χώρα
- Διάγραμμα 10.7.* Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών ανά REIT χώρα (έως την 30^η Ιουνίου 2007).
- Διάγραμμα 10.8.* Η συνολική ετήσια απόδοση ανά REIT χώρα (έως την 30^η Ιουνίου 2007).
- Διάγραμμα 10.9.* Η μερισματική απόδοση ανά REIT χώρα για το 2007.
- Διάγραμμα 10.10.* Ο συντελεστής βήτα ανά REIT χώρα για το 2007.

- Διάγραμμα 10.11.* Η διάσπαση της ιδιοκτησίας σε υποκατηγορίες ανά περιοχή.
- Διάγραμμα 10.12.* Η διάσπαση της ιδιοκτησίας σε υποκατηγορίες ανά χώρα.
- Διάγραμμα 11.1.* Ποσοστό νοικοκυριών που αγόρασαν / έκτισαν κατοικία ανά έτος.
- Διάγραμμα 11.2.* Αποτελέσματα για το αν η αγορά κατοικίας αποτελεί ασφαλή επένδυση.
- Διάγραμμα 11.3.* Απαντήσεις ερωτηθέντων για το αν θα πωλούσαν τα ακίνητά τους σε περίπτωση ανόδου των τιμών αυτών.
- Πίνακας 12.1.* Μετοχική σύνθεση για την Πειραιώς ΑΕΕΑΠ.
- Πίνακας 12.2.* Ισολογισμός για την Πειραιώς ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.
- Πίνακας 12.3.* Κατάσταση αποτελεσμάτων για την Πειραιώς ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.
- Διάγραμμα 12.1.* Μετοχική σύνθεση της Eurobank EFG Properties ΑΕΕΑΠ.
- Πίνακας 12.4.* Ισολογισμός για τη Eurobank ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.
- Πίνακας 12.5.* Κατάσταση αποτελεσμάτων για τη Eurobank ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.

Εισαγωγή

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματεύεται το θεσμό των REITs - Real Estate Investment Trusts (Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία). Τα REITs ξεκίνησαν τη δεκαετία του 1960 σε λίγες χώρες και σε περιορισμένη κλίμακα, γρήγορα όμως εξαπλώθηκαν και αναπτύχθηκαν. REITs, με την ονομασία ΑΕΕΑΠ, υπάρχουν και στην Ελλάδα. Πριν προχωρήσω σε αναλυτική παρουσίαση των κεφαλαίων που ακολουθούν, θα ήθελα να σταθώ και να εκφράσω προσωπική γνώμη: δεν έχουν διαφημιστεί (στην Ελλάδα τουλάχιστον) όσο θα έπρεπε, το καθεστώς που τα διέπει είναι τόσο ευνοϊκό που πολλοί, ή τουλάχιστον αρκετοί περισσότεροι θα κατέφευγαν σε αυτά για επένδυση, αλλά που, λόγω έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης ίσως, δεν το έχουν πράξει ήδη. Αντίθετα, για τη χώρα μας, είναι προτιμότερος στη συντριπτική πλειοψηφία, ο παραδοσιακός τρόπος επένδυσης σε ακίνητη περιουσία που δεν είναι άλλος από την κατοχή ιδιόκτητης κατοικίας (τις περισσότερες φορές παραπάνω από μίας).

Η εργασία αποτελείται από δύο βασικά μέρη, με το πρώτο μέρος να περιέχει κυρίως θεωρητικά στοιχεία και το δεύτερο μέρος να περιέχει εμπειρικά στοιχεία και αποτελέσματα.

ΜΕΡΟΣ Α':

Στο **πρώτο κεφάλαιο** δίνεται ο ορισμός της ακίνητης περιουσίας και κάποια βασικά χαρακτηριστικά της όπως είναι οι υποδιαίρεσεις της, οι συμμετέχοντες σε αυτήν, η κατηγοριοποίηση με βάση διαφορετικά μέτρα και σταθμά, η δημιουργία αξίας και η εκτίμηση της αξίας αυτής.

Το **δεύτερο κεφάλαιο** αναφέρεται στη Χρηματοοικονομική των ακινήτων, οπότε οι έννοιες που επισημαίνονται είναι πλέον οι στόχοι επένδυσης σε αυτήν, οι αποδόσεις μιας τέτοιας επένδυσης καθώς και οι κίνδυνοι που συνοδεύουν τις αποδόσεις αυτές.

Στο **τρίτο κεφάλαιο** γίνεται αναφορά (ιστορικά) για το θεσμό των REITs, τις μορφές που λαμβάνουν καθώς και την κατανομή του πλούτου στα διάφορα περιουσιακά στοιχεία.

Στο **τέταρτο κεφάλαιο** γίνεται μια σύντομη αναφορά στη βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων σε ακίνητη περιουσία, ενώ, πέρα από τα θεωρητικά στοιχεία, δίνονται και συμπεράσματα για τις αποδόσεις τους και την επαναληπτικότητα των αποδόσεων αυτών.

Το **πέμπτο κεφάλαιο** αποτελεί μια πρώτη εισαγωγή και γνωριμία με τα REITs. Δίνονται τα βασικά χαρακτηριστικά τους, το πώς κατηγοριοποιούνται και τα είδη αυτών.

Στο **έκτο κεφάλαιο** περιέχεται η επένδυση στα REITs: ποιοι και γιατί επενδύουν ανάλογα με το τι προσφέρουν, ποια τα κριτήρια (ποιοτικά και ποσοτικά) ώστε να γίνει σωστά η επένδυση σε αυτά. Το κεφάλαιο κλείνει με τη διερεύνηση του ερωτήματος του κατά πόσο η κατοχή κατοικίας αποτελεί υποκατάστατο της επένδυσης σε REITs.

Στο **έβδομο κεφάλαιο** καταγράφονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της επένδυσης σε REITs καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που απολαμβάνουν ή αντιμετωπίζουν οι REIT εταιρείες.

Στο **όγδοο κεφάλαιο** δίνονται στοιχεία για τον τρόπο φορολόγησης των REITs, στοιχεία χρήσιμα για κάθε επενδυτή.

Στο **ένατο κεφάλαιο** δίνονται στοιχεία άμεσα συνυφασμένα με κάθε είδους επένδυση που δεν είναι άλλα από τον κίνδυνο, τις αποδόσεις και τη διαφοροποίηση που δύναται να επιτευχθεί μέσω της επένδυσης σε REITs.

Το **δέκατο κεφάλαιο** ακολουθεί δίνοντας μια εικόνα για την κατάσταση των REITs παγκοσμίως και κυρίως πώς έκλεισε το 2007 σε σύγκριση με το 2006 αλλά και παλιότερες χρονιές.

Το **ενδέκατο κεφάλαιο** αναφέρεται στην ελληνική αγορά κατοικίας με στοιχεία περισσότερο εισαγωγικά και γενικά. Ελλείπει περισσότερων στοιχείων, γίνεται μια προσπάθεια σύγκρισης της τρέχουσας κατάστασης με παλιότερη έρευνα που έχει διεξαχθεί για την αγορά κατοικίας στον ελληνικό χώρο και περιέχει προβλέψεις που αφορούν και στην τρέχουσα περίοδο.

Το **δωδέκατο κεφάλαιο** αναφέρεται στις ελληνικές ΑΕΕΑΠ. Αφού πρώτα δοθούν τα βασικά χαρακτηριστικά που τις διέπουν, γίνεται παρουσίαση των δύο ελληνικών ΑΕΕΑΠ, Πειραιώς και Eurobank Properties.

ΜΕΡΟΣ Β': ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ

Το **δέκατο τρίτο κεφάλαιο** περιέχει εμπειρικές μελέτες για τις αποδόσεις των REITs: με τι φαίνονται να συνδέονται οι αποδόσεις τους και με ποιον τρόπο. Επίσης, γίνεται αναφορά σε έρευνες και τα αποτελέσματα αυτών που έχουν κατά καιρούς διεξαχθεί.

Στο **δέκατο τέταρτο κεφάλαιο** παρουσιάζονται μέθοδοι αποτίμησης των ακινήτων και μετοχών REIT. Σε μία περίοδο που η εκτίμηση των ακινήτων φαίνεται να κερδίζει την προσοχή που πρέπει, οι μέθοδοι που αναφέρονται, έστω και συνοπτικά, δεν είναι λίγες σε ποσότητα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΜΕΡΟΣ Α':

ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο:

Γενικά για την ακίνητη περιουσία

1/. Εισαγωγικά

Ως επενδυτικές στρατηγικές των θεσμικών επενδυτών για πολύ καιρό θεωρούνταν οι βασικές αγορές χρήματος και τα περιουσιακά στοιχεία. Η οικονομική ανάπτυξη, όμως, στα 1980, έφερε στο προσκήνιο μία μεγαλύτερη γκάμα εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών, ανάμεσα στις οποίες, η επένδυση σε ακίνητη περιουσία, διαδραματίζει ρόλο πρωταρχικό.

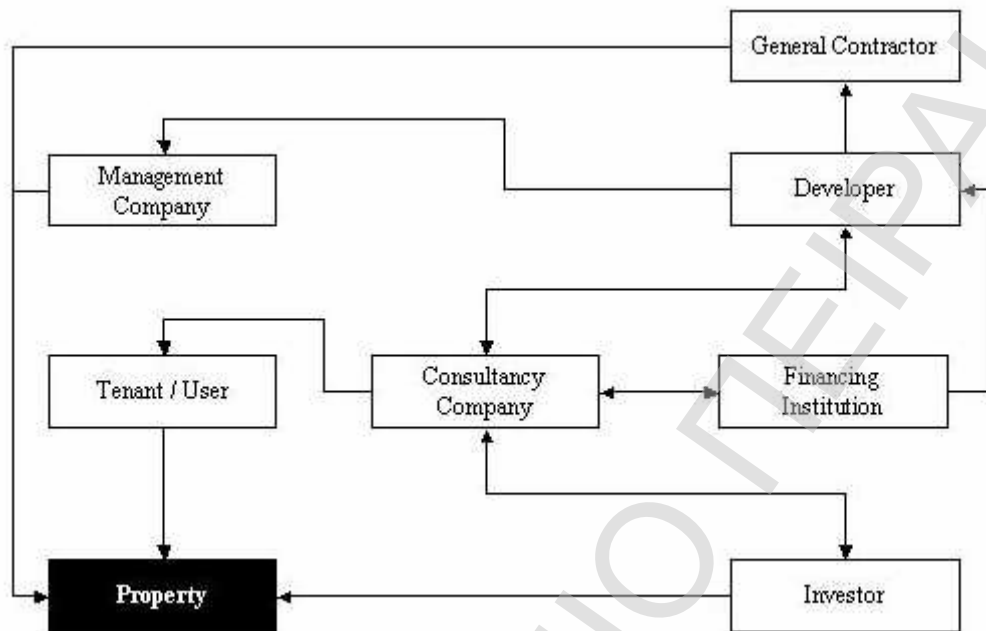
1.1/. Ορισμός

Η ακίνητη περιουσία (real estate) είναι ένας νομικός όρος σύμφωνα με τον οποίο σε αυτή περιλαμβάνονται η γη μαζί με οτιδήποτε είναι μόνιμα πάνω στη γη, όπως για παράδειγμα τα κτίρια. Ειδικά νοείται η περιουσία που είναι στάσιμη ή σε σταθερή τοποθεσία. Η ακίνητη περιουσία θεωρείται συχνά συνώνυμη της ακίνητης ιδιοκτησίας, αν και η πρώτη αναφέρεται στα στοιχεία ενώ η δεύτερη στα δικαιώματα που απορρέουν από την κατοχή της πρώτης. (Wikipedia)

Ο υλικός πλούτος μίας κοινωνίας προσδιορίζεται από την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας της – υλικά αγαθά και υπηρεσίες που μπορούν να παράσχουν τα μέλη της. Η παραγωγική αυτή ικανότητα είναι μία λειτουργία των περιουσιακών στοιχείων αυτής της οικονομίας: γη, κτίρια, επίπεδο μόρφωσης, τεχνολογία προς παραγωγή αγαθών, εργατικό προσωπικό.

Οι αγορές της ακίνητης περιουσίας αποτελούν μέρος ενός ευρύτερου γενικού συστήματος αγορών. Η αγορά ιδιοκτησίας, ως μέρος του ευρύτερου συστήματος αγορών, συγχωνεύεται και επηρεάζει όλες τις υπόλοιπες, όλο δηλαδή το σύστημα των αγορών και τα αυτοτελή αυτού στοιχεία.. Η αγορά ιδιοκτησίας θεωρείται επίσης ένας από τους βασικούς δείκτες οικονομικής ανάπτυξης. Η ακίνητη περιουσία έχει αναπτύξει μία ισχυρή θέση στις επενδυτικές επιλογές, ιδιαίτερα μέσα και μετά τη δεκαετία του 1990, με απτά παραδείγματα: από άτομα που αγοράζουν διαμερίσματα ή μονοκατοικίες έως εταιρείες που επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία μεγαλύτερης κλίμακας, όπως γραφεία και, ακόμα πιο έντονα, έως μεγάλους θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι επενδύουν τα αποθέματά τους σε μεγάλα χαρτοφυλάκια περιουσίας. Η ακίνητη περιουσία θεωρείται πλέον ένας σημαντικός ‘παίκτης’ στη σκακιέρα των επενδυτικών επιλογών παγκοσμίως.

Η αγορά ακίνητης περιουσίας αφορά σε ένα σύνολο συμμετεχόντων και επενδυτών, όπως οι εταιρείες ανάπτυξης, τα χρηματοδοτικά ιδρύματα, οι εταιρείες παροχής σχετικών υπηρεσιών και συμβουλών, οι εταιρείες ανάδοχοι, οι ενοικιαστές, οι εταιρείες διαχείρισης, οι θεσμικοί επενδυτές καθώς και πολλοί άλλοι που εμπλέκονται σε όλες τις φάσεις δημιουργίας και προώθησης αυτής (από δικηγόρους και αρχιτέκτονες έως συμβολαιογράφους και διαφημιστές). Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η ροή πληροφοριών και παροχών ανάμεσα στις διάφορες κατηγορίες εμπλεκομένων.



Διάγραμμα 1.1: Οι συμμετέχοντες στην αγορά ακίνητης περιουσίας και η ροή πληροφοριών μεταξύ τους.

1.2/. Χαρακτηριστικά περιουσιακών στοιχείων:

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά της ιδιοκτησίας θα μπορούσαν να συνοψιστούν ως παρακάτω:

- Η περιουσία είναι ακίνητη, αδιαίρετη και μοναδική
- Τα περιουσιακά στοιχεία σε ακίνητη περιουσία δεν είναι ρευστά
- Υψηλά κόστη συναλλαγών και αμοιβές διαχείρισης απορρέουν από τη διακράτησή της
- Δεν υπάρχει αγορά συναλλαγής για την ακίνητη περιουσία
- Η αξία της είναι δύσκολο να εκτιμηθεί
- Πληροφορίες σχετικά με αυτή είναι δύσκολο να αποκτηθούν και συλλεχθούν

Θεωρείται γενικά ότι η αγορά ακίνητης περιουσίας δεν πληροί τις προϋποθέσεις μίας αποτελεσματικής αγοράς. (δεν αντικατοπτρίζουν οι τιμές τις όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες). Εξάλλου, τα βασικά χαρακτηριστικά που πρέπει να επιδεικνύει μία αποτελεσματική αγορά είναι η ρευστότητα, η διαφάνεια και τα χαμηλά κόστη συναλλαγής.

1.3/. Κατηγοριοποίηση της ακίνητης περιουσίας

Προτού γίνει αναφορά στην επένδυση σε ακίνητη περιουσία, είναι σκόπιμο να γίνει μία μικρή αναφορά στο πώς κατηγοριοποιείται η ακίνητη περιουσία, στο ποιες αρχές διέπουν την κατηγοριοποίηση αυτής και στο πώς τελικά δημιουργείται αξία ώστε να μπορεί να γίνει λόγος για την επένδυση σε αυτή.

Η ιδιοκτησία είναι ένα ποικιλόμορφο περιουσιακό στοιχείο και υφίσταται σε έναν αριθμό σχηματισμών. Ο κυριότερος διαχωρισμός είναι, βέβαια, σε δύο κατηγορίες: στη γη και στα κτίρια.

1.3.1/. Γη

Η γη είναι το απλούστερο και κυριότερο κομμάτι της ακίνητης ιδιοκτησίας. Υπάρχει ένα περιορισμένο και μη αυξανόμενο ποσοστό γης και άρα, το ποσοστό αυτής που δύναται να γίνει αντικείμενο εκμετάλλευσης, είναι περιορισμένο. Επομένως η γη είναι ένα σπάνιο αγαθό που καθίσταται ακόμα πιο σπάνιο σε πυκνοκατοικημένες περιοχές με έντονη οικονομική ζωή – αυτές είναι και οι περιοχές με τις ιστορικά χαμηλές εκτάσεις γης προς εκμετάλλευση.

Τα βασικά χαρακτηριστικά της γης είναι η ετερογένειά της και η στασιμότητά της αφού ποτέ τμήματα γης δε μοιάζουν μεταξύ τους και ποτέ τμήματα γης δε μετακινούνται ή εξαφανίζονται! Η αξία της γης δημιουργείται από τη χρησιμότητα της ακίνητης περιουσίας και από την ικανότητά της να παράξει αγαθά και να ικανοποιήσει τις ανάγκες της εκάστοτε κοινωνίας.

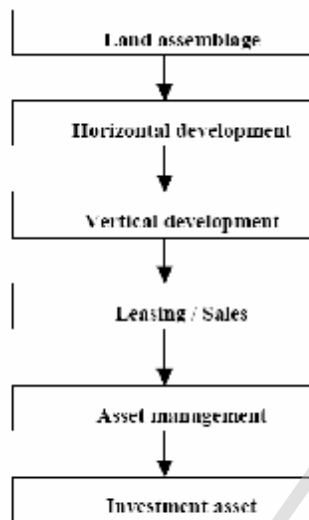
1.3.2/. Κτίρια

Τα κτίρια, τώρα, μπορούν περαιτέρω να διαχωριστούν σε αυτά που προορίζονται για κατοικία και σε αυτά που προορίζονται για εκμετάλλευση – εμπορικούς σκοπούς (πολυκαταστήματα). Οι κατοικίες δεν είναι αμιγής μορφή επένδυση σε ακίνητη περιουσία, αλλά μπορεί κάλλιστα να συμπεριληφθεί αφού το μεγαλύτερο κομμάτι του πληθυσμού έχει στην κατοχή του ένα σπίτι στο οποίο διαμένει ή το οποίο ενοικιάζει. Μάλιστα, σε κάποιες χώρες (σε αυτές συμπεριλαμβάνεται και η Ελλάδα) το ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι πολύ υψηλό, αγγίζει ακόμα και το 80%! Τα κτίρια που προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς μπορούν να διαιρεθούν σε υποκατηγορίες, όπως γραφεία, καταστήματα, βιομηχανικοί χώροι, με κάθε υποκατηγορία να διαθέτει τα δικά της κριτήρια και χαρακτηριστικά.

Τα κτίρια τα οποία δε συμπεριλαμβάνονται σε κάποια από τις παραπάνω δύο κατηγορίες μπορεί να είναι ξενοδοχεία, χώροι αναψυχής, κοινωφελή ιδρύματα, κτίρια πολλών και διαφόρων χρήσεων καθώς και άλλα.

1.4/. Δημιουργία αξίας στην ακίνητη περιουσία

Για να περιγραφεί και να εκτιμηθεί η επένδυση στην ιδιοκτησία, είναι βασικό να περιγραφεί πώς δημιουργείται αξία στην ιδιοκτησία. Η δημιουργία αξίας είναι μία σημαντική παράμετρος που θα πρέπει να ληφθεί υπόψη όταν πρόκειται για επένδυση στην ιδιοκτησία. Στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 1.2) διαφαίνεται πώς δημιουργείται αξία. (Bacow, 1990)



Source: Bacon (1990)

Διάγραμμα 1.2: Δημιουργία αξίας στην Ακίνητη Περιουσία

Η όλη διαδικασία, όπως περιγράφεται από το δημιουργό της στα 1990, αποτελείται από 6 στάδια – από απλή συγκέντρωση γης έως διαχείριση της ιδιοκτησίας ως περιουσιακό στοιχείο προς επένδυση σε ένα χαρτοφυλάκιο από τη θέση του θεσμικού επενδυτή.

Το πρώτο στάδιο στη δημιουργία αξίας στην ακίνητη περιουσία προέρχεται από τη συγκέντρωση γης, το οποίο σημαίνει συγκέντρωση των γειτνιακών μεριδίων γης ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη επιφάνεια προς διάθεση σε μεγαλύτερα έργα. Μεγαλύτερη επιφάνεια απαιτούν κυρίως τα εμπορικά καταστήματα. Επειδή δύσκολα θα βρεθεί μία ενιαία τέτοια λωρίδα γης, συνήθως μικρότερα τμήματα συνενώνονται προς επίτευξη της επιθυμητής επιφάνειας.

Το δεύτερο στάδιο αντιπροσωπεύεται από την οριζόντια ιδιοκτησία και περιέχει την προετοιμασία της υποδομής (άδειες, εγκρίσεις, κυκλοφοριακές συνδέσεις κλπ).

Μηχανικοί, εργολάβοι και χρηματοδοτικά ιδρύματα εμπλέκονται στο τρίτο στάδιο, που είναι η κάθετη ανάπτυξη και περιλαμβάνει την κατασκευή των κτιρίων προς ιδιοκτησία. Το τέταρτο μέτρο στη δημιουργία αξίας στην ακίνητη περιουσία είναι η ενοικίαση και / ή η πώληση αυτής.

Τα τελευταία στάδια, μετά την ενοικίαση και πώληση της ιδιοκτησίας, αφορούν στη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων ιδιοκτησίας και στην επένδυση σε αυτά.

Μεσίτες και δανειστές είναι οι κυριότεροι συμμετέχοντες στη φάση αυτή της δημιουργίας εισοδήματος, διαχείρισης περιουσίας και επένδυσης. Αν και τα παραπάνω στάδια αφορούν σε ένα απλοποιημένο μοντέλο που μπορεί να υστερεί

ακρίβειας της πραγματικότητας, δίνουν μία καλή προσέγγιση της δομής στις αγορές ακίνητης περιουσίας.

Η ανάπτυξη της οικονομίας είναι μεγάλης σπουδαιότητας και επηρεάζει τις επιχειρήσεις, για παράδειγμα μεγέθυνση της επιχείρησης μπορεί να σημαίνει ότι χρειάζεται να προσληφθεί νέο προσωπικό και απαιτείται περισσότερος χώρος για γραφεία. Βραχυπρόθεσμα, η καμπύλη προσφοράς παραμένει σταθερή, η αύξηση σε ζήτηση (προκαλείται από οικονομική ανάπτυξη) συνεπάγεται αύξηση των ενοικίων. Αντίστοιχα, αν η πορεία της επιχείρησης φθίνει, θα χρειάζεται λιγότερο χώρο να στεγάσει το προσωπικό της, η καμπύλη προσφοράς παραμένει σταθερή, συνεπάγεται μείωση των ενοικιαζόμενων χώρων και αύξηση των αποθεμάτων στην αγορά. Καινούριο απόθεμα σε κτίρια είναι γενικά μικρό σε σύγκριση με το υπάρχον απόθεμα σε χώρες με ανεπτυγμένες αγορές ακίνητης περιουσίας. Ως αποτέλεσμα, η βραχυπρόθεσμη προσφορά τείνει να είναι ανελαστική (Ball, Lizieri, MacGregor, 1998).

1.5/. Εκτίμηση της ακίνητης περιουσίας

Η διαδικασία εκτίμησης αποτελεί ένα πολύ σημαντικό αλλά και δύσκολο στον προσδιορισμό του, ιδιαίτερα στην αγορά ακίνητης περιουσίας, συστατικό της αγοράς, αφού χαρακτηρίζεται από πολλά επιμέρους στοιχεία. Όπως και στα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία, είναι σημαντικό για τους πιθανούς επενδυτές, χρηματοδοτικούς οργανισμούς, μετόχους, και λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά, να γνωρίζουν την αξία του περιουσιακού στοιχείου για να προβούν στις κατάλληλες αποφάσεις.

Το κυριότερο χαρακτηριστικό στην εκτίμηση της ακίνητης περιουσίας είναι η χρησιμότητά της. Ο στόχος κάθε διαδικασίας εκτίμησης είναι ο προσδιορισμός και η ποσοτικοποίηση του βαθμού χρησιμότητας ή χρήσης της υπό εξέταση ιδιοκτησίας. Η αξία της ακίνητης περιουσίας προσδιορίζεται επίσης και από τη χρησιμότητά της σε όρους νομικούς, φυσικούς, λειτουργικούς, οικονομικούς, κοινωνικούς και περιβαλλοντικούς. Η χρησιμότητα αυτής μετράται από μια μακροπρόθεσμη σκοπιά, συνήθως μεγαλύτερη από την οικονομική ζωή μίας συγκεκριμένης ιδιοκτησίας.

Οι κατ' αποτίμηση αξίες είναι μεγάλης σπουδαιότητας, ιδίως λόγω της έλλειψης ενεργής αγοράς ιδιοκτησίας. Σύμφωνα με τους Brown και Matysiak (2000), οι περισσότερες αποφάσεις σχετικά με το χαρτοφυλάκιο περιουσίας βασίζονται σε εκτιμήσεις μάλλον, παρά σε τιμές. Εάν οι εκτιμήσεις ήταν αντιπροσωπευτικές των υφιστάμενων πληροφοριών, θα έδειχναν τον καλύτερο τρόπο σύμφωνα με τον οποίο θα πρέπει να κατανεμηθούν οι διάφοροι πόροι. Επειδή όμως οι εκτιμήσεις αντικατοπτρίζουν τον τρόπο με τον οποίο οι πληροφορίες ερμηνεύονται, είναι καλύτερα να λαμβάνεται υπόψη μία και μόνη εκτίμηση, γιατί πιθανότατα θα είναι παραπλανητική. Αντίθετα, περισσότερες της μίας εκτιμήσεις θα έχουν περισσότερο νόημα και θα προσεγγίζουν περισσότερο την πραγματικότητα (Brown and Matysiak, 2000).

1.6/. Η εκτίμηση της αγοράς

Η εκτίμηση της αγοράς είναι μία δημιουργική διαδικασία η οποία περιλαμβάνει: την ανίχνευση των παραγόντων που δημιουργούν και επηρεάζουν την τιμή, την ανάλυση των παραγόντων αυτών, καθώς και το «ζύγισμα» της επίδρασής τους στην αξία. Η παραπάνω διαδικασία θα πρέπει να διεξαχθεί σε περιβάλλον εμπορικών συναλλαγών της ακίνητης περιουσίας.

Στους παράγοντες που καθορίζουν την τιμή της ακίνητης περιουσίας στην αγορά θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν, εκτός από τη ζήτηση και την προσφορά, το επίπεδο σταθερότητας και ανταγωνισμού καθώς και η επίδραση των διαφόρων οικονομικών, κοινωνικών, δημογραφικών, διοικητικών και πολιτικών συνιστωσών. Η τιμή αγοράς της ακίνητης περιουσίας είναι περισσότερο μία απτή απόδειξη της αναγνωρισμένης χρησιμότητάς της στην αγορά παρά η καθαρά φυσική της κατάσταση. Η χρησιμότητα των περιουσιακών στοιχείων σε κάθε άτομο ίσως και να διαφέρει από τη χρησιμότητα την οποία αναγνωρίζει και αποδέχεται η αγορά ή κάποια συγκεκριμένη εταιρεία.

Τιμή στην Αγορά ή Χρηματιστηριακή Αξία

Η Χρηματιστηριακή Αξία αντιπροσωπεύει «το εκτιμώμενο ποσό την ημέρα της εκτίμησης για το οποίο η ιδιοκτησία θα πρέπει να γίνει αντικείμενο συναλλαγής εξ' αποστάσεως μεταξύ ενός δυνητικού αγοραστή και ενός δυνητικού πωλητή και η οποία συναλλαγή θα έχει διεξαχθεί κατόπιν κατάλληλης προώθησης και μάρκετινγκ και τα δύο μέλη που θα μετέχουν σε αυτήν, θα πράττουν ενσυνείδητα και χωρίς εξαναγκασμό» (International Valuations Standards Committee, 2000). Η Χρηματιστηριακή Αξία δίνει στον εκτιμητή μία αίσθηση της τιμής στην οποία θα πρέπει να γίνει αντικείμενο συναλλαγής η ιδιοκτησία τη μέρα της εκτίμησης.

Η Χρηματιστηριακή Αξία μίας ιδιοκτησίας βασίζεται στην υψηλότερη και καλύτερη χρησιμοποίηση της ιδιοκτησίας η οποία και είναι: «η υψηλότερη και καλύτερη χρησιμοποίηση της ιδιοκτησίας είναι και η καταλληλότερη χρησιμοποίηση αυτής. Είναι φυσικά δυνατή, επαρκώς δικαιολογημένη, νομικά κατοχυρωμένη, οικονομικά εφικτή και η οποία έχει ως αποτέλεσμα την υψηλότερη αξία της προς εκτίμηση ιδιοκτησίας» (International Valuation Standards Committee, 2000).

Οι Χρηματιστηριακές Αξίες βασίζονται γενικά σε εκείνες τις πληροφορίες που αφορούν σε συγκρίσιμα τμήματα ιδιοκτησίας καθώς και στα στοιχεία και στις τάσεις της αγοράς. Δεν είναι τόσο μία πραγματική συναλλαγή που συμβαίνει την ημέρα της εκτίμησης, όσο μία εκτίμηση της τιμής, βάσει και των παραπάνω υποθέσεων, στην οποία θα πρέπει να πωληθεί η ιδιοκτησία την ημέρα της εκτίμησης. Η ιδέα της αξίας εμπεριέχει ένα χρηματικό ποσό που σχετίζεται με μία συναλλαγή χωρίς όμως το ποσό αυτό να αποτελεί προαπαιτούμενο για τον καθορισμό της τιμής στην οποία τελικά θα πωληθεί η ιδιοκτησία.

Οι εκτιμήσεις της αγοράς αφορούν σε μία ή περισσότερες μεθόδους εκτίμησης, εφαρμόζοντας την αρχή της υποκατάστασης. Σύμφωνα με την αρχή αυτή, κάθε συνετό άτομο δε θα πλήρωνε παραπάνω για αγαθά ή υπηρεσίες από το κόστος απόκτησης υποκατάστατών τους που προσφέρουν τα αντίστοιχα. Το χαμηλότερο

κόστος των δύο εναλλακτικών, είτε, δηλαδή, του αυθεντικού, είτε του υποκατάστατου, τείνει να καθορίζει και την τιμή στην αγορά.

Οι εκτιμήσεις της αγοράς διεξάγονται, κυρίως, με μία από τις τρεις παρακάτω μεθόδους:

- 1/. Μέθοδος του κόστους
- 2/. Μέθοδος σύγκρισης
- 3/. Μέθοδος κεφαλαιοποίησης του εισοδήματος

Οι πληροφορίες και τα κριτήρια που θα χρησιμοποιηθούν και στις τρεις παραπάνω μεθόδους προέρχονται από την αγορά (αν και η μέθοδος του κόστους, ανάλογα με την εφαρμογή της, μπορεί να παράγει κάποια ένδειξη για την τιμή αγοράς, μπορεί και όχι και απλά να καταλήξει σε μία παγιωμένη και διοικητικά κατοχυρωμένη τιμή).

Είναι γνωστό ότι καθένας που θα πωλήσει κομμάτι της περιουσίας του αποσκοπεί σε κάποιο κέρδος. Η διαφορά μεταξύ της τιμής που θα πληρώσει ο αγοραστής και της τιμής της πραγματικής που άξιζε για τον πωλητή πλέον των εξόδων πώλησης ή / και κράτησης αποτελεί κέρδος για τον πωλητή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο:
Η Χρηματοοικονομική των ακινήτων

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2/. Η Χρηματοοικονομική των ακινήτων

Η χρηματοοικονομική των ακινήτων (real estate finance) κινείται σε δύο βασικούς άξονες:

A/. Δάνεια – Υποθήκες: Τα τελευταία χρόνια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αναπτύξει ιδιαίτερα την τυποποίηση και πώληση δανείων που βασίζονται σε χρεόγραφα (securitization) δημιουργώντας συνεχώς νέες μορφές δανείων και δίνοντας τη δυνατότητα ακόμα και σε χαμηλούς εισοδηματίες να πάρουν δάνειο προκειμένου να αποκτήσουν στέγη. Στη συγκεκριμένη περίπτωση διάφοροι κρατικοί ή ιδιωτικοί οργανισμοί αγοράζουν τα πακέτα δανείων από τράπεζες και, υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, τα διαθέτουν σε ιδιώτες.

B/. Η επένδυση σε ακίνητα: Οι επενδύσεις επί ακίνητης περιουσίας τα τελευταία χρόνια παρουσιάζουν ιδιαίτερη άνθιση και προσελκύουν το ενδιαφέρον των επενδυτών. Κυριότερος λόγος είναι η εξασφάλιση της αξίας των επενδύσεων σε μακροχρόνιο ορίζοντα ανεξαρτήτως των διακυμάνσεων του πληθωρισμού. Παρακάτω θα αναλυθεί περισσότερο η επένδυση σε ακίνητα.

Οι επενδυτικοί στόχοι από την απόκτηση ακινήτων συνοψίζονται στους εξής:

α/. Αύξηση του τρέχοντος ή και μελλοντικού εισοδήματος (ή και των δύο). Τα ακίνητα παράγουν εισόδημα (ενοίκια) το οποίο προσδοκά ο ιδιοκτήτης τους για κατανάλωση τρέχουσα ή σε 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 επίτευξη 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.

β/. Αύξηση αξίας (υπεραξία). Ο επενδυτής στοχεύει στη δημιουργία υπεραξιών που θα προέλθουν από την αύξηση της τιμής του 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 Flows): Προέρχονται από τα μισθώματα μείον τις λειτουργικές δαπάνες και την εξυπηρέτηση του χρέους.
- Φορολογικές Απαλλαγές (Tax Shelter): Απαλλαγή των πληρωμών των τόκων ή κρατικές επιδοτήσεις
- Δημιουργία Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Buildup): Από την πληρωμή των χρεολυσίων
- Δημιουργία Υπεραξίας (Equity Gains): Από την αύξηση της τιμής του ακινήτου

Από τη σκοπιά του χρόνου πραγματοποίησης, μπορούν να συγχωνευθούν οι παραπάνω τέσσερις τύποι απόδοσης στους εξής:

- Χρηματικές Εισροές (μετά φόρων) : Εάν στις προ φόρων εισροές προστεθούν οι φορολογικές απαλλαγές και αφαιρεθούν οι πληρωτέοι φόροι, το σύνολο που θα προκύψει 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.

2.1/. Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα

Η επένδυση σε ακίνητα προσφέρει ένα αποδεκτό μίγμα απόδοσης – κινδύνου. Σύμφωνα με τη θεωρία υπάρχουν πέντε είδη κινδύνου που προκύπτουν από την επένδυση σε ακίνητη περιουσία.

Οικονομικός

Προέρχεται από τις αλλαγές σε ζήτηση ή προσφορά ακινήτων. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί.

Επιχειρηματικός – Διαχειριστικός

Πηγάζει από τις αποφάσεις που αφορούν στην ανάπτυξη, λειτουργία, αναχρηματοδότηση ή πώληση του ακινήτου. Η αντιμετώπισή του επιτυγχάνεται με τη βελτίωση της διαχείρισης. Σε μερικές περιπτώσεις, όμως, (π.χ. μακροχρόνιες μισθώσεις) απαιτείται χρόνος.

Χρηματοοικονομικός

Εξαρτάται από το βαθμό της μόχλευσης και είναι απολύτως διαχειρίσιμος

Ρευστότητας

Αφορά στην αδυναμία γρήγορης ρευστοποίησης του ακινήτου

Πολιτικός

Νέοι νόμοι, νέοι κανόνες καθώς και νέες ρυθμίσεις που αφορούν την ακίνητη περιουσία και δεν είναι προβλέψιμοι.

Οι κίνδυνοι που δεν είναι δυνατόν να μετακυλιστούν, τιμολογούνται. Αυτό σημαίνει ότι ο εκάστοτε επενδυτής πρέπει να προσδιορίσει πόση πρόσθετη απόδοση απαιτείται για να αναληφθεί ο επιπλέον κίνδυνος. Η πρόσθετη απόδοση αυτή ονομάζεται risk premium.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο:

**Ο θεσμός, οι μορφές και η κατανομή της επένδυσης σε
ακίνητη περιουσία**

3.1/. Ο θεσμός της ακίνητης περιουσίας και η επανάσταση της Χρηματοοικονομικής των ακινήτων

Η εμπιστοσύνη, η αξιοπιστία αλλά και οι προοπτικές που ενέχει ο θεσμός της ακίνητης περιουσίας προσέλκυσαν το ενδιαφέρον αρκετών κλάδων, όπως αυτός των οικονομικών και χρηματοοικονομικών. Τα τελευταία χρόνια ο θεσμός αυτός έχει γνωρίσει τεράστια άνθιση, τόσο στις ΗΠΑ όσο και παγκοσμίως, και αναφορά σε αυτόν γίνεται από μόνιμες στήλες σε εφημερίδες, όχι απαραίτητα οικονομικές, έως μεταπτυχιακά προγράμματα

Τη δεκαετία του 1990 σημειώθηκαν ορισμένες σημαντικές μεταβολές στο χώρο της ακίνητης περιουσίας:

- Ο δανεισμός που συντελέστηκε σε μεγάλη έκταση κατά το παρόν χρονικό διάστημα και,
- Οι ξένες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και η έκρηξη της αγοράς των κατοικιών παρουσίασαν σημαντική πτώση

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

Ως εκ τούτου, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν σχετικά με την ακίνητη περιουσία συρρικνώθηκαν, ανάλογα και με τη ρευστότητα που είχαν, ενώ όσες έμειναν αναζήτησαν τρόπους για να βγουν από το αδιέξοδο. Οι αρκετά χαμηλές τιμές προσέλκυσαν ευκαιριακούς επενδυτές. Κατά την περίοδο αυτή παρατηρήθηκε και 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 δισεκατομμύρια δολάρια κεφαλαιοποίηση που έφτανε στο τέλος του 1990, έφτασε στα 155 δισεκατομμύρια δολάρια μετά από οχτώ χρόνια. Τα αντίστοιχα νούμερα για τα CMBSs είναι από 6,5 δισεκατομμύρια δολάρια στα, δέκα φορές περισσότερα, 65 δισεκατομμύρια δολάρια.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αυξημένη κινητικότητα στο χώρο της ακίνητης περιουσίας και σε αυτό το γεγονός συμβάλλουν κατά πολύ τα ασφαλιστικά ταμεία, τα οποία και τοποθετούν ένα σημαντικό κομμάτι των διαθεσίμων τους σε επένδυση με τέτοια μορφή. Πλέον, η σύγχρονη τάση στη Χρηματοοικονομική των Ακινήτων κάνει επιτακτική την ανάγκη να ακολουθήσει τις υπόλοιπες μορφές επενδύσεων. Απαιτεί, δηλαδή, τον κατακερματισμό της αγοράς σε πολλά μικρότερα τμήματα και την ανάπτυξη προϊόντων που να βασίζονται σε συμφωνίες leasing, σε επενδύσεις αξιοποίησης ευκαιριών καθώς και σε joint ventures.

3.2/. Μορφές Επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία

Καταρχάς, ας επιχειρηθεί μία διευκρίνιση του όρου επένδυση: «η δέσμευση δολαρίων (ή οποιουδήποτε άλλου νομίσματος βάσης) στο παρόν και για μία χρονική περίοδο ώστε να παραχθούν οι μελλοντικές πληρωμές και ο επενδυτής να αποζημιωθεί για το χρόνο και το χρηματικό ποσό που παρείχε, τον προσδοκώμενο ρυθμό πληθωρισμού καθώς και την αβεβαιότητα για τις μελλοντικές πληρωμές». (Reilly και Brown, 1999).

Οι επενδύσεις μπορούν γενικά να χωριστούν σε δύο μεγάλες ομάδες περιουσιακών στοιχείων:

- Οικονομικά Περιουσιακά Στοιχεία

Τα οικονομικά περιουσιακά στοιχεία είναι ένας όρος απροσδιόριστος και περιλαμβάνουν επενδύσεις σταθερού εισοδήματος (όπως ομόλογα, μετοχές με μεγάλη προτίμηση), επενδύσεις ιδίων κεφαλαίων και ειδικές επενδύσεις ιδίων κεφαλαίων (δικαιώματα), οι οποίες συνδυάζουν τα χαρακτηριστικά των επενδύσεων σταθερού εισοδήματος και των επενδύσεων ιδίων κεφαλαίων. Αν και μία χειροπιαστή πιστοποίηση αντιπροσωπεύει οικονομικά αγαθά, τα οικονομικά αγαθά από μόνα τους είναι απροσδιόριστα.

- Πραγματικά Περιουσιακά Στοιχεία

Η ομάδα αυτή περιλαμβάνει στοιχεία όπως ο χρυσός, τα έργα τέχνης, οι αντίκες, τα συλλεκτικά νομίσματα, οι πολύτιμες πέτρες, η ακίνητη περιουσία και άλλα απτά περιουσιακά στοιχεία.

Για πολύ καιρό οι επενδυτές έστρεφαν το ενδιαφέρον τους στην πρώτη ομάδα περιουσιακών στοιχείων, δεσμεύοντας τα χρήματά τους σε κοινές μετοχές, σε ομόλογα δημοσίου ή άλλων επιφανών εταιρειών και σε αξιόγραφα με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Στη δεκαετία του 1980 οι επενδυτές άρχισαν να λαμβάνουν υπόψη μία μεγαλύτερη γκάμα περιουσιακών στοιχείων, περιλαμβάνοντας περισσότερα περιουσιακά στοιχεία και από τη δεύτερη ομάδα στο χαρτοφυλάκιο τους. Από τότε, μία πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών είναι διαθέσιμη στους θεσμικούς επενδυτές, όπως venture capital, μοχλευμένες εξαγορές και ακίνητη περιουσία.

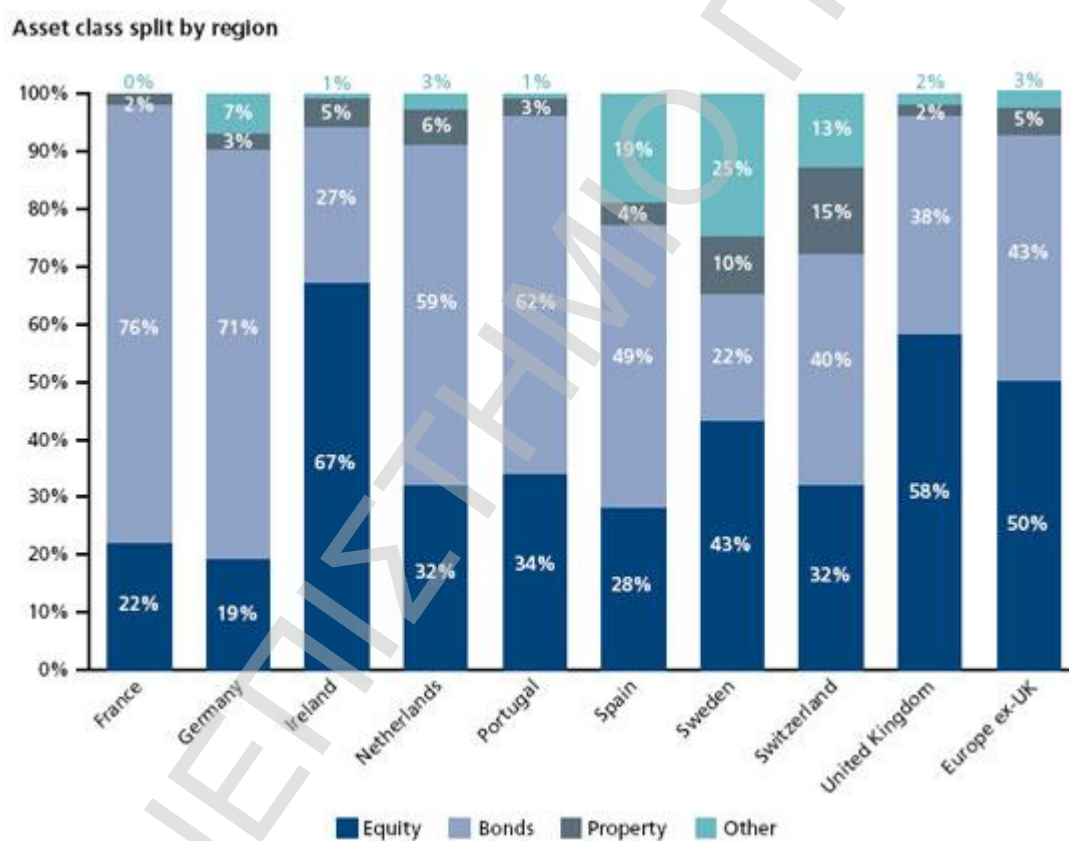
Λαμβάνοντας υπόψη την ομάδα των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων, η ακίνητη περιουσία διαφέρει και ξεχωρίζει στο ότι μπορεί να είναι ή να μετατραπεί σε περιουσιακό στοιχείο που παράγει εισόδημα. Η ακίνητη περιουσία που παράγει εισόδημα είναι και αυτή που, κατά κόρον, στη βιβλιογραφία θεωρείται επένδυση.

3.3/. Κατανομή των Περιουσιακών Στοιχείων

Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων ανά περιοχή για τις χώρες της Ευρώπης.

Οι ομολογίες συνεχίζουν να είναι η πιο δημοφιλής εναλλακτική μεταξύ και των υπολοίπων, τουλάχιστον για τις χώρες της Ευρώπης. Τα Γαλλικά, Γερμανικά και Πορτογαλικά Ταμεία επενδύουν τουλάχιστον το 60% των περιουσιακών τους στοιχείων σε ομολογίες.

Το ενδιαφέρον και για τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία παραμένει δυνατό. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται μετρητά, διάφορες τεχνικές αντιστάθμισης, ενεργητική διαχείριση του νομίσματος και ιδιωτικές τοποθετήσεις.



Διάγραμμα 3.1: Η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων ανά τις ευρωπαϊκές χώρες για το 2007

Εφόσον είναι τεχνικά αδύνατο να μετρηθεί ατομικά κάθε τμήμα περιουσίας για να αθροιστούν έπειτα όλα τα τμήματα και να προκύψει η συνολική αξία της ακίνητης περιουσίας, οι Liang και Gordon στα 2003 ανέπτυξαν μία τεχνική προσέγγισης της

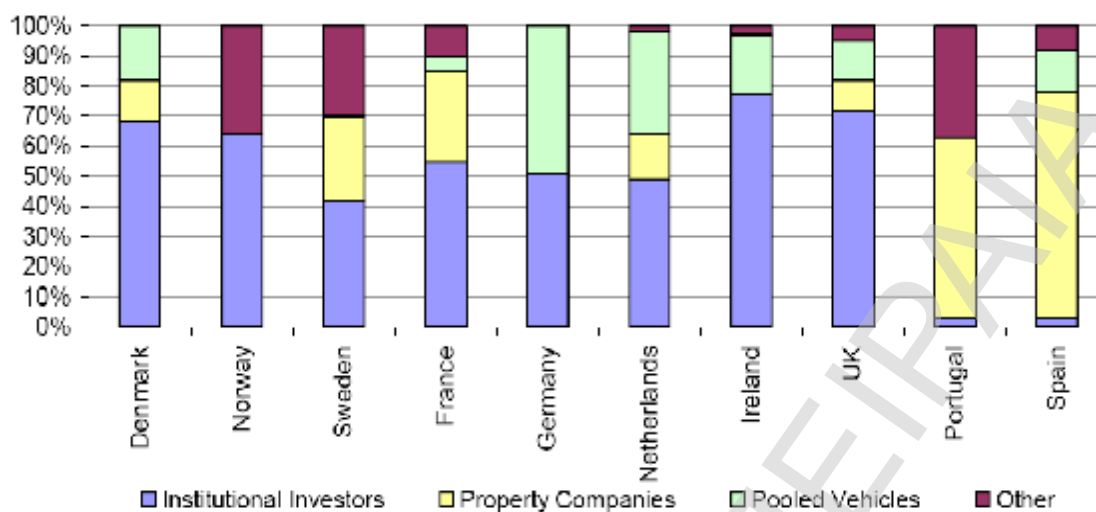
κάλυψης της ακίνητης περιουσίας παγκοσμίως. Οι εκτιμήσεις τους βασίζονται στην υπόθεση ότι το μερίδιο της εμπορικής ακίνητης περιουσίας αντιστοιχεί στο 45% του ΑΕΠ στις ανεπτυγμένες οικονομίες με ώριμες αγορές ακίνητης περιουσίας. Για μία χώρα με αναπτυσσόμενη οικονομία, υψηλότερης ποιότητας μερίδιο ακίνητης περιουσίας στην οικονομία, τείνει να έχει χαμηλότερη αξία από το 45% του ΑΕΠ της χώρας. Οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία είναι οι χώρες με το μεγαλύτερο ποσοστό εμπορικής ακίνητης περιουσίας, ενώ από Ευρωπαϊκές χώρες, αναφορικά με την ίδια συνιστώσα, τα μεγαλύτερα ποσοστά κατέχουν η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλία.

Η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητη περιουσία δεν είναι ούτε ακριβής ούτε στατική - αναπτύσσεται σε χρόνο και μέγεθος. Οι αναδυόμενες αγορές ίσως και να επιτύχουν υψηλότερα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης, κάτι που εξηγεί, εν μέρει, το μεγαλύτερο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης που καταγράφεται στις αγορές αυτές σε σύγκριση με τις αναπτυσσόμενες αγορές. Επομένως, η αγορά ακίνητης περιουσίας θα έχει σε λίγα χρόνια τέτοια κατανομή που θα είναι πιο δύσκολο να αποδοθεί από ό,τι είναι σήμερα.

3.4/. Χαρακτηριστικά της επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία

Η επένδυση σε ιδιοκτησία αναφέρεται στη δέσμευση κεφαλαίου που θα εξασφαλίσει μελλοντικά οφέλη στη μορφή είτε κέρδους κεφαλαίου, είτε ροής εισοδήματος, είτε σε κάποιον συνδυασμό των δύο. Η πεποίθηση ότι η ακίνητη περιουσία μπορεί να παρέχει ασφάλεια στο κεφάλαιο και τις ροές εισοδήματος σε ένα αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον καθώς επίσης και η ικανότητά της να παράγει ελκυστικές αποδόσεις, ώθησε τους επενδυτές στο να την θεωρούν πλέον ως ένα υψηλότερης χρησιμότητας και ωφέλειας εργαλείο επένδυσης, από ό,τι εθεωρείτο στη δεκαετία του 1970.

Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνονται τα είδη της επένδυσης σε ιδιοκτησία στις Ευρωπαϊκές χώρες



Διάγραμμα 3.2: Τα είδη της επένδυσης σε ιδιοκτησία στις Ευρωπαϊκές χώρες

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι γενικά οι μεγαλύτεροι και πιο σημαντικοί επενδυτές στην αγορά ιδιοκτησίας. Το δεύτερο μεγαλύτερο γκρουπ επενδυτών είναι οι εταιρείες ιδιοκτησίας και ακολουθούν όλα τα υπόλοιπα. (π.χ. τα διάφορα μέσα κοινοπραξίας - pooled vehicles).

Εξαιτίας της ακαθόριστης δομής της, η επένδυση σε αυτή μπορεί να δομηθεί είτε σε ατομικό επίπεδο ιδιοκτησίας, είτε σε συλλογικό και από κοινού επίπεδο διαχείρισης ιδιοκτησίας είτε σε επίπεδο χαρτοφυλακίου. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι, καθώς κάθε τμήμα ιδιοκτησίας είναι μοναδικό, είναι αδύνατο να βρεθεί χαρτοφυλάκιο ακίνητης περιουσίας ίδιο, ή και παρόμοιο ακόμα, με αυτό ανταγωνιστών επενδυτών.

Η ακαθόριστη δομή της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία ευθύνεται για το ότι απαιτείται, γενικά, ένα σημαντικό ποσό δεσμευμένου κεφαλαίου ώστε να επιτευχθεί ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Η μοναδικότητα κάθε ατομικής ιδιοκτησίας συνεπάγεται ότι ο κάθε επενδυτής πρέπει να ελέγξει τη φυσική κατάσταση αυτής και τα νομικά έγγραφα τα σχετικά με αυτή και αυτό απαιτεί πολλή δουλειά. Εξαιτίας του γεγονότος ότι η ακίνητη περιουσία είναι ετερογενής και αδύνατο να μετακινηθεί, δεν έχει αναπτυχθεί κάποια κεντρική αγορά όπου μπορεί να εμπορεύεται καθημερινά, όπως έχει για παράδειγμα αναπτυχθεί κεντρική αγορά για τις μετοχές. Επομένως, δεν υπάρχει κάποια τιμή που οι πωλητές και οι αγοραστές θα συμφωνήσουν. Η πιθανή τιμή πώλησης πρέπει να υπολογιστεί αναφορικά με το τι πληροφορίες είναι διαθέσιμες είτε σε ιδιοκτησίες με παρόμοια χαρακτηριστικά που έχουν γίνει αντικείμενο αγοραπωλησίας στο παρελθόν, είτε σε εκτιμήσεις της αγοράς. Το τελευταίο σχηματίζει και η βάση διαπραγματεύσεων μεταξύ του πωλητή της ακίνητης ιδιοκτησίας και του επενδυτή σε αυτήν.

3.5/. Κατηγοριοποίηση της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία

3.5.1/. Άμεση επένδυση σε Ακίνητη Περιουσία

Η άμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία σημαίνει ιδιοκτησία ενός φυσικού περιουσιακού στοιχείου ακίνητης περιουσίας και θεωρείται πραγματική περιουσία.

Υπάρχουν διαφορετικά επίπεδα επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, ανάλογα με το μέγεθος και τη φύση της επένδυσης. Ο πρωταρχικός διαχωρισμός μπορεί να διεξαχθεί στα παρακάτω τέσσερα επένδυσης σε ιδιοκτησία: επένδυση σε α/ κατοικία - σπίτι, β/. γη - χωράφια (αγορά, πώληση), γ/. ανάπτυξη γης (π.χ. αγορά γης και συνδυασμός διαφόρων σχεδίων ή τεμαχισμός της γης και κατασκευής κτιρίου σε κάθε οικοπέδο κλπ) και δ/. ιδιοκτησία που ενοικιάζεται.

Η άμεση (ή ιδιωτική) επένδυση σε ακίνητη περιουσία έχει αρκετά χαρακτηριστικά που είναι προβληματικά για κάποιους επενδυτές. Σε αυτά περιλαμβάνονται συνήθως οι υψηλές τιμές κάθε μονάδας ιδιοκτησίας, η μη ρευστότητα, η εκτίμηση της αξίας βάσει κάποιας τεχνικής, τα υψηλά έξοδα συναλλαγών, οι περιορισμένες πληροφορίες και οι σχετικά υψηλές αμοιβές σε σύγκριση και με τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία. Εξαιρώντας το θέμα των αμοιβών, η επένδυση σε δημόσια αγορά απαλύνει όλα τα προαναφερθέντα προβλήματα.

3.5.2/. Έμμεση επένδυση σε Ακίνητη Περιουσία

Το μεγαλύτερο μειονέκτημα στην άμεση εμπορευσιμότητα της ιδιοκτησίας είναι, στις περισσότερες των περιπτώσεων, το υψηλό κόστος ανά μονάδα ιδιοκτησίας και το χαμηλό επίπεδο ρευστότητας. Για να αντιμετωπιστούν τα μειονεκτήματα της άμεσης επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, έχουν γίνει αρκετές προσπάθειες ώστε να παραχθούν περισσότερο και ευκολότερα ρευστοποιήσιμα έγγραφα που αναφέρονται σε εμπορευσιμότητα ακίνητης περιουσίας. Οι επενδυτές μπορούν να αντιμετωπίσουν τα προαναφερθέντα μειονεκτήματα με το να αγοράζουν έμμεσα στοιχεία ιδιοκτησίας τα οποία μπορούν να εμπορευθούν με τους ίδιους όρους και στην ίδια βάση με τις κοινές μετοχές και τα ομόλογα. Μία από τις πρωταρχικές, εξάλλου, κοινωνικές λειτουργίες των οικονομικών αγορών ακίνητης περιουσίας είναι η μεταφορά κεφαλαίων από αυτούς που αποταμιεύουν πέραν των εισοδημάτων τους, σε αυτούς που θα επενδύσουν σε ακίνητη περιουσία.

Η έμμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία περιλαμβάνει:

- 1/. ανάμικτα χρεόγραφα, μονάδες διαχείρισης περιουσίας και ξεχωριστούς λογαριασμούς ασφαλιστικών εταιρειών
- 2/. μη εισηγμένους, ιδιωτικής τοποθέτησης τίτλους, που εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρείες ακίνητης περιουσίας (REITs) και από εταιρείες διαχείρισεως ακίνητης περιουσίας (REOCs)

3/. υποθηκευμένα δάνεια ή κάθε ιδιωτικό ενδιαφέρον σε ιδιοκτησία όπου μέρος του ποσοστού της απόδοσης στον επενδυτή την ώρα της επένδυσης σχετίζεται με την επίδοση της υπόψη ακίνητης περιουσίας

Η τιτλοποίηση της περιουσίας είναι μία δομή που επιτρέπει στους επενδυτές να παρέχουν κεφάλαια απευθείας στις επιχειρήσεις που εμπλέκονται με ακίνητη περιουσία και να συγκεντρώσουν, μέσω της αγοράς τυποποιημένων μονάδων επένδυσης, το σημαντικό ποσό διαθεσίμων που απαιτείται για την οποιαδήποτε επένδυση σε ακίνητη περιουσία. Κατά τη διάρκεια της διαδικασίας, η επένδυση θα μετασχηματιστεί από μία δραστηριότητα στην οποία ήταν δύσκολη η όποια ατομική συμμετοχή από πλευράς επενδυτών, σε κάτι στο οποίο τα άτομα, ακόμα και αυτοί που έχουν περιορισμένο αριθμό διαθεσίμων, θα είναι σε θέση να συμμετέχουν ενεργά. Μέσω μίας τέτοιας συμμετοχής, τα άτομα θα έχουν τη δυνατότητα να βελτιώσουν τα χαρτοφυλάκια των περιουσιακών τους στοιχείων που, μέχρι πρότινος, ήταν σε ανισορροπία λόγω της έμφασης σε μεγάλο βαθμό σε καταθέσεις, αποταμιεύσεις και άλλα περιουσιακά στοιχεία.

Η τιτλοποίηση της ιδιοκτησίας παράγει μία νέα πηγή διαθεσίμων για την ακίνητη ιδιοκτησία, καταλήγοντας στην αναβίωση της βιομηχανίας της ακίνητης περιουσίας και συνεισφέροντας στον εκμοντερνισμό και τη βελτίωση των αστικών περιοχών μέσω της ολοένα και αυξανόμενης ανάπτυξης των υποδομών - κάτι το οποίο μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά στη δραστηριότητα και δραστηριοποίηση του αυξανόμενου ιδιωτικού τομέα ιδιοκτησίας. Επιπλέον, η τιτλοποίηση της ιδιοκτησίας συντελεί στο να παγιωθεί μία πιο διαφανής αγορά ακίνητης περιουσίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο:

Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

4/. Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας

Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας είναι αμοιβαία ανοικτού τύπου που φέρουν τα ίδια χαρακτηριστικά με τα περισσότερα αμοιβαία τέτοιου τύπου. Τα αμοιβαία αυτά αναπτύχθηκαν ιδιαίτερα στη δεκαετία του '90 μαζί με τη φαινομενική ανάπτυξη όλης της βιομηχανίας αμοιβαίων κεφαλαίων. Η ανάπτυξη στον τομέα αυτό ήρθε σαν αποτέλεσμα της ροής χρήματος αποκλειστικά στον τομέα αυτό. Στα 2000, ο ρυθμός ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων σε ακίνητη περιουσία καταγράφεται 4 φορές υψηλότερος από αυτόν της ανάπτυξης των αμοιβαίων στις αγορές χρήματος και ομολόγων.

Και ενώ υπάρχουν πολλές έρευνες και μελέτες που αφορούν στα αμοιβαία κεφάλαια γενικά, έρευνες που αφορούν στα αμοιβαία ακίνητης περιουσίας είναι σπάνιες. Το κεντρικό θέμα των ερευνών πάνω στα αμοιβαία είναι αυτό της εκτίμησης της απόδοσής τους. Δηλαδή, αν οι διαχειριστές των αμοιβαίων έχουν τη ικανότητα να επιλέξουν χρεόγραφα που ξεπερνούν την απόδοση συγκεκριμένων δεικτών. Το θέμα αυτό, όπως και πολλά άλλα ακαδημαϊκά θέματα, απαντάται ποικιλοτρόπως. Στα 1968, ο **Jensen** βρίσκει σχεδόν αδύνατο τα αμοιβαία κεφάλαια να ξεπεράσουν τις αποδόσεις της αγοράς. Στα 1989, οι **Grinblatt** και **Titman**, διατυπώνουν ότι οι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο καθαρές αποδόσεις των επιθετικών αμοιβαίων υπεραξίας, ήταν σημαντικά θετικές.

Κάποιες έρευνες προσπάθησαν να εξηγήσουν την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων με το να εξετάζουν χαρακτηριστικά των αμοιβαίων, όπως το μέγεθος, το δείκτη εξόδων, τον τζίρο κλπ. Αν και κάποιοι διαχειριστές αμοιβαίων ισχυρίζονται ότι τα έξοδα και ο τζίρος δε μειώνουν την απόδοση, κάποιοι άλλοι (π.χ. **Carhart**, 1977) επιμένουν να βρίσκουν αρνητική σχέση μεταξύ της απόδοσης των αμοιβαίων και του δείκτη εξόδων ή του τζίρου. Άλλοι πάλι (**Ippolito**, 1989) βρίσκουν τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και τις αμοιβές διαχείρισης να μη σχετίζονται με την απόδοση των αμοιβαίων.

Σχετικά με τις αποδόσεις των REITs, το γενικό συμπέρασμα είναι ότι τα REITs δεν παράγουν θετικές, μη κανονικές αποδόσεις. Επιπλέον μία από τις ελάχιστες έρευνες που έχουν διεξαχθεί στα 2000 και αφορούν στα αμοιβαία ακίνητης περιουσίας, είναι ενδεικτική του ότι ούτε και τα αμοιβαία ακίνητης περιουσίας προσφέρουν σημαντικά θετικές μη κανονικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα αυτά προκαλούν εντύπωση δεδομένου ότι οι **Damodaran** και **Liu** βρήκαν στα 1993 ότι οι διαχειριστές σε αυτόν τον ειδικό τομέα κατέχουν περισσότερη πληροφόρηση.

Η επαναληπτικότητα της απόδοσης είναι ένα άλλο σημαντικό θέμα ανάλυσης των μελετών των αμοιβαίων ακίνητης περιουσίας. Η άποψη που επικρατεί είναι ότι υπάρχει επαναληπτικότητα των αποδόσεων βραχυπρόθεσμα αν και διατυπώνεται ότι η επαναληπτικότητα αυτή, έστω και βραχυπρόθεσμα, είναι το αποτέλεσμα momentum στρατηγικών στο διάστημα αυτό ('hot hands' result) και όχι το αποτέλεσμα επιδέξιων ή ενημερωμένων διαχειριστών των αμοιβαίων.

Η ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σε ακίνητη περιουσία σημείωσε σημαντική πρόοδο στη δεκαετία του 1990, ενώ έως τότε ο τομέας αυτός ήταν σε εμβρυακή κατάσταση. Βέβαια, ακόμα και σήμερα τα αμοιβαία που επενδύουν σε ακίνητη

περιουσία θεωρούνται μειοψηφία της οικογένειας των αμοιβαίων και στις ΗΠΑ αλλά και στις υπόλοιπες χώρες παγκοσμίως. Το 1993 υπήρχαν στις ΗΠΑ 5 αμοιβαία κεφάλαια με συνολική κεφαλαιοποίηση 798 εκατομμύρια δολάρια, καταλαμβάνοντας μερίδιο της αγοράς ίσο με 0,053%. Το 2000 υπήρχαν 116 αμοιβαία κεφάλαια στις ΗΠΑ (αύξηση της τάξης του 44% κάθε έτος) με συνολική κεφαλαιοποίηση στα 10,28 δισεκατομμύρια δολάρια, καταλαμβάνοντας έτσι το 0,20% της αγοράς. Το μόνο στοιχείο που έδειξε πτωτική τάση στο διάστημα αυτό ήταν το μέσο μέγεθος του αμοιβαίου: στα 110 εκατομμύρια δολάρια το 1993, στα 18 εκατομμύρια δολάρια το 2000, κάτι που ίσως και να οφείλεται στις χαμηλές (αρνητικές) αποδόσεις κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου.

4.1/. Μοντέλα για την εκτίμηση της επίδοσης των αμοιβαίων

Τα μοντέλα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων ποικίλουν από το παραδοσιακό υπόδειγμα εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (CAPM – Capital Asset Pricing Model) έως τις διαφορετικές εκδοχές πολυπαραγοντικών υποδειγμάτων. Ο συντελεστής α των γραμμικών αυτών μοντέλων, ή το α του Jensen όπως αναφέρεται στη βιβλιογραφία, ερμηνεύεται ως ένα μέτρο υπέρ- ή υπό-απόδοσης βάσει του δείκτη που έχει επιλεγεί. Τα μοντέλα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν είναι:

1ο μοντέλο: CAPM

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i * (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

όπου R_{it} είναι η απόδοση του i αμοιβαίου στο χρόνο t , R_{ft} είναι η απόδοση του μηνιαίου T-bill το μήνα t , R_{mt} είναι η απόδοση της αγοράς στο χρόνο t και ε_{it} είναι ένας όρος λάθους.

2ο μοντέλο: Fama – French μοντέλο τριών παραγόντων

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1i} * (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Όπου ισχύουν τα ίδια με το πρώτο μοντέλο για τις κοινές μεταβλητές και επιπλέον SMB (Small minus Big) είναι η μέση απόδοση σε τρία μικρά χαρτοφυλάκια μειωμένη κατά τη μέση απόδοση σε τρία μεγάλα χαρτοφυλάκια, HML (High minus Low) είναι η μέση απόδοση σε δύο χαρτοφυλάκια αξίας μειωμένη κατά τη μέση απόδοση σε δύο χαρτοφυλάκια ανάπτυξης.

3ο μοντέλο: Carhart four - factor model

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1i} * (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML + \beta_{4i} * MOMENTUM + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

όπου ισχύουν τα ίδια με τα παραπάνω δύο μοντέλα για τις κοινές μεταβλητές και επιπλέον MOMENTUM είναι η μέση απόδοση σε δύο χαρτοφυλάκια υψηλής απόδοσης μειωμένη κατά τη μέση απόδοση σε δύο χαρτοφυλάκια χαμηλής απόδοσης.

Εφόσον ο δείκτης της αγοράς που χρησιμοποιήθηκε στα παραπάνω τρία μοντέλα μετρά τις δραστηριότητες όλης της αγοράς, θα ήταν σκόπιμο, στη δική μας περίπτωση, να χρησιμοποιηθεί ένας δείκτης που μετρά τις αποδόσεις της αγοράς ακίνητης περιουσίας συγκεκριμένα. Επί τούτου, μπορεί να ληφθεί ως μέτρο ο μηνιαίος δείκτης NAREIT. Έτσι τα παραπάνω τρία μοντέλα θα πάρουν τις ακόλουθες μορφές:

1ο μοντέλο: CAPM

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i * (R_{NAREITt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

2ο μοντέλο: Fama – French μοντέλο τριών παραγόντων

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1i} * (R_{NAREITt} - R_{ft}) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

3ο μοντέλο: Carhart four - factor model

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1i} * (R_{NAREITt} - R_{ft}) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML + \beta_{4i} * MOMENTUM + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

4.2/. Επαναληπτικότητα της απόδοσης

Οι περισσότερες μελέτες έχουν δείξει ότι η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων μίας περιόδου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη της απόδοσής τους σε μελλοντικές περιόδους. Αν όμως η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν αποτελεσματική, η παρελθούσα απόδοση δε θα ήταν χρήσιμη για τον προσδιορισμό της μελλοντικής.

Κάτω από τη μηδενική υπόθεση (η αγορά είναι αποτελεσματική), το α του Jensen θα έπρεπε να είναι μηδενικό. Κάτω από την εναλλακτική υπόθεση μίας μη μηδενικής γραμμικής συσχέτισης σε κάθε αμοιβαίο, το α του Jensen θα έπρεπε να είναι μη μηδενικό.

4.3/. Εμπειρικά αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα απορρίπτουν τη μηδενική υπόθεση (το α_s είναι μηδέν). Μετά την παλινδρόμηση, σχεδόν όλα τα α_s βγαίνουν σημαντικά με επίπεδο σημαντικότητας 5%, στις περισσότερες των περιπτώσεων, δε, η σημαντικότητα παρατηρείται έως και επτά υστερήσεις. Τα α_s είναι κυρίως αρνητικά και σημαντικά και τα F-statistics για μηδενικό α_s είναι όλα σημαντικά. Τα αποτελέσματα στηρίζουν την εναλλακτική υπόθεση ότι η επαναληπτικότητα της απόδοσης υπάρχει για τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας βραχυπρόθεσμα – κάτι που αληθεύει για όλα τα αμοιβαία με ή χωρίς σημαντικά α του Jensen. Το γεγονός αυτό είναι ενδεικτικό του ότι η παρελθούσα επίδοση μπορεί να επηρεάζει τη μελλοντική.

Οι **Shukla** και **Trzcinka** στα 1992 ισχυρίζονται ότι η επαναληπτικότητα της απόδοσης των αμοιβαίων είναι αποτέλεσμα συνεχούς αρνητικής απόδοσης αμοιβαίων με κατώτερες αποδόσεις και όχι συνεχούς θετικής απόδοσης αμοιβαίων με ανώτερες αποδόσεις.

4.4/. Χαρακτηριστικά Αμοιβαίων και Αποδόσεις

Ένας σημαντικός στόχος των μελετών που αφορούν στα αμοιβαία είναι η αναζήτηση μεταβλητών που συνεισφέρουν στην απόδοσή τους. Οι **Blake, Elton** και **Gruber** στα 1993 βρίσκουν ότι η απόδοση των αμοιβαίων είναι ευαίσθητη στο λόγο εξόδων τους. Ο **Carhart** στα 1997 βρίσκει ότι τα έξοδα και ο τζίρος είναι αρνητικά συσχετισμένα με την απόδοση των αμοιβαίων. Α priori, η θητεία κάθε διαχειριστή των αμοιβαίων αναμένεται να έχει θετική επίδραση στην απόδοσή τους. Και το μέγεθός τους θα απέφερε θετικό αποτέλεσμα στην απόδοσή τους και θα οδηγούσε σε οικονομίες κλίμακος. Το ακόλουθο μοντέλο χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της σχέσης μεταξύ της απόδοσης της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο και των χαρακτηριστικών των αμοιβαίων.

$$\alpha_i = b_0 + b_1 * \text{ExpenseRatio}_i + b_2 * \text{Log}(\text{NetAssets})_i + b_3 * \text{Tenure}_i + b_4 * \text{Turnover}_i + \eta_i \quad (1)$$

όπου το α είναι το ίδιο α με αυτό των μοντέλων που έχουν προαναφερθεί, ExpenseRatio_i , είναι ο δείκτης εξόδων του αμοιβαίου i , $\text{Log}(\text{Netassets})$ είναι ο λογάριθμος της καθαρής αξίας του αμοιβαίου i , Tenure_i και Turnover_i είναι τα χρόνια θητείας του διαχειριστή και ο τζίρος του αμοιβαίου i .

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν το λόγο εξόδων να σχετίζεται αρνητικά με την καθαρή αξία κάθε i αμοιβαίου, κάτι το οποίο είναι συνεπές με τις οικονομίες κλίμακος. Η διάρκεια της θητείας του διαχειριστή σχετίζεται αρνητικά με το δείκτη εξόδων και τον τζίρο, κάτι που είναι αρκετά ενδιαφέρον, αφού είναι ενδεικτικό ότι οι πιο πεπειραμένοι διαχειριστές πραγματοποιούν συναλλαγές λιγότερο συχνά και άρα χαμηλώνουν τα έξοδα συναλλαγής. Ο μέσος λόγος εξόδων πλησιάζει τη μεσαία τιμή αυτού, αν και η δεύτερη αφορά σε μία διατεταγμένη σειρά με μεγάλη διαφορά μεταξύ των ακραίων παρατηρήσεων.

Η πιο σημαντική μεταβλητή για τον προσδιορισμό της απόδοσης των αμοιβαίων είναι το μέγεθος της αξίας τους. Όλοι οι συντελεστές του όρου του λογαρίθμου είναι σημαντικά θετικοί με επίπεδο σημαντικότητας το 1%. Αυτό υπονοεί ότι μεγαλύτερο αμοιβαίο σε μέγεθος σχετίζεται με καλύτερη απόδοση. Επιπλέον, λόγω οικονομιών κλίμακος, μία άλλη πιθανή εξήγηση είναι ότι τα μεγαλύτερα σε μέγεθος αμοιβαία, ίσως έχουν προκύψει κατόπιν ενδεδειγμένης έρευνας και είναι προσβάσιμα από διαχειριστές χαρτοφυλακίων με καλύτερη οικονομική κατάσταση. Οι συντελεστές του λόγου των εξόδων είναι όλοι στατιστικά ασήμαντοι για τον προσδιορισμό της απόδοσης του αμοιβαίου, εκτός από το μοντέλο (1) του YAKΣ, το οποίο και περιλαμβάνει όλο το χαρτοφυλάκιο των μετοχών της αγοράς – κάτι το οποίο είναι συνεπές με όσα έχουν προαναφερθεί για αποδόσεις αμοιβαίων στις ΗΠΑ, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, οι οποίες δε σχετίζονται με το λόγο εξόδων. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα παλινδρόμησης δείχνουν ότι η διάρκεια της θητείας και ο τζίρος δεν έχουν καμία επίδραση στην απόδοση των αμοιβαίων κατά τη

διάρκεια μελέτης. Οι σημαντικά αρνητικοί σταθεροί όροι υποδηλώνουν ότι παράγοντες που δεν έχουν προσδιοριστεί είναι σημαντικοί.

4.5/. Συμπέρασμα

Η βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας στις ΗΠΑ γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη στα 1990. Ο αριθμός τους έφτασε τα 116 το 2000 από 5 που ήταν το 1993 και η συνολική κεφαλαιοποίησή τους τα 10,28 δισεκατομμύρια δολάρια από 798 εκατομμύρια δολάρια που ήταν αρχικά. Παρόλο το ενδιαφέρον που παρουσιάζουν, έρευνες πάνω στο θέμα αυτό έχουν γίνει πολύ σπάνια.

Σχετικά με την απόδοσή τους, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα αμοιβαία, κατά περίπτωση ή κατά μέσο όρο, δεν ξεπερνούν τις αποδόσεις της αγοράς, ανεξάρτητα του αν ο δείκτης είναι είτε το χαρτοφυλάκιο όλων των χρεογράφων είτε το χαρτοφυλάκιο των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με πολλά μοντέλα εκτίμησης. Τα αποτελέσματα επίσης δείχνουν ότι η απόδοση όλου του τομέα ακίνητης περιουσίας προσδιορίζει, σε μεγάλο βαθμό, την απόδοση των αμοιβαίων ακίνητης περιουσίας. Οι παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με το μέγεθος και το λόγο λογιστικής αξίας προς αξίας της αγοράς, όπως τα SMB και HML και MOMENUM, δεν επαρκούν στο να επεξηγήσουν την απόδοση των αμοιβαίων, όταν περιλαμβάνεται στο μοντέλο εκτίμησης και ο δείκτης της αγοράς ακίνητης περιουσίας. Όσον αφορά στην επαναληπτικότητα της απόδοσης, υπάρχει επαναληπτικότητα βραχυπρόθεσμα. Η επαναληπτικότητα αυτή κυριαρχεί ανάμεσα στα αμοιβαία με καλές αποδόσεις (που δεν υποσκελίζονται από το δείκτη) και σε αυτά με όχι καλές αποδόσεις (που πραγματοποιούν συνεχώς χαμηλότερες αποδόσεις από το δείκτη). Επιπλέον, ενώ προκύπτει ότι το μέγεθος των αμοιβαίων σχετίζεται θετικά με την απόδοσή τους την προσαρμοσμένη στον κίνδυνο, υπάρχουν λιγότερες αποδείξεις ότι ο λόγος εξόδων, η θητεία του διαχειριστή και ο τζίρος επηρεάζουν τοιουτοτρόπως τις αποδόσεις τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο:
Γενικά για τα REITs

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

5/. Τι είναι τα REITs

5.1/. Γενικά

Η άμεση επένδυση στην ακίνητη περιουσία μπορεί να είναι ακριβή και χρονοβόρα. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές που προσπαθούν να βελτιώσουν την επίδοση του χαρτοφυλακίου τους με επένδυση σε ακίνητη περιουσία, προτιμούν να επενδύουν έμμεσα σε αυτή. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω της επένδυσης σε REITs (Real Estate Investment Trusts) είτε μέσω της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας.

Τα REITs είναι ουσιαστικά τίτλοι ιδιοκτησίας. Είναι μια εταιρεία επενδύσεων κλειστού τύπου που προσφέρει στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν σε αγορές σχετικές με ακίνητη περιουσία (π.χ. ιδιοκτησίες ή υποθήκες που παράγουν εισόδημα). Επιτρέπουν στους επενδυτές να συγκεντρώσουν το κεφάλαιό τους για άμεση και έμμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία, και την ίδια χρονική στιγμή απολαμβάνουν τα ίδια πλεονεκτήματα που είναι διαθέσιμα σε πιο εύπορους και εκλεπτυσμένους επενδυτές και επιχειρήσεις που έχουν την οικονομική δυνατότητα να επενδύουν άμεσα σε ακίνητη περιουσία. Τα οφέλη που απολαμβάνουν είναι τα οφέλη από ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση καθώς και η επαγγελματική διαχείριση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητη περιουσία.

Τα πρώτα REITs δημιουργήθηκαν στις ΗΠΑ σε απάντηση στην ομοσπονδιακή νομοθεσία των REITs που θεσπίστηκε στα 1960 με σκοπό να δώσει τη δυνατότητα στους μικρούς επενδυτές να τοποθετήσουν από κοινού τον πλούτο τους σε έναν απλό φορέα ιδιοκτησίας, με διαφάνεια στη φορολογία, οπότε και βελτίωναν συλλογικά την πρόσβασή τους σε επενδύσεις που αφορούσαν σε μεγαλύτερα προγράμματα εμπορικής ακίνητης περιουσίας που παρήγαγαν εισόδημα. Η ευκαιρία αυτή ήταν, έως τότε, μη διαθέσιμη στο μέσο μικρό επενδυτή. Η Ολλανδία και η Αυστραλία ακολούθησαν τοιουτοτρόπως μία δεκαετία αργότερα.

Σήμερα, τα REITs θεωρούνται μία σημαντική κατηγοριοποίηση της ιδιοκτησίας γης στις ΗΠΑ, στην Αυστραλία και σε μέρη της Ευρώπης, με εκατοντάδες, αν όχι χιλιάδες, REITs να έχουν εισαχθεί στα χρηματιστήρια των αντίστοιχων χωρών. Από το 2000, ένας αριθμός Ασιατικών αγορών έχει αρχίσει να δημιουργεί παρόμοια μέσα για επένδυση σε ιδιοκτησία.

Μιλώντας με αριθμούς (για τις ΗΠΑ), υπάρχουν σήμερα περίπου 170 εταιρείες REIT εγγεγραμμένες στις ΗΠΑ, οι οποίες και εμπορεύονται σε ένα από τα κυριότερα χρηματιστήρια - με την πλειοψηφία να εμπορεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών της Νέας Υόρκης. Τα REITs αυτά έχουν συνδυασμένη συνολική αξία κεφαλαιοποίησης σχεδόν 350 δισεκατομμύρια δολάρια.

Επιπλέον, υπάρχουν εταιρείες REIT που είναι μεν εγγεγραμμένες αλλά δεν εμπορεύονται δημόσια και υπάρχουν και εταιρείες REIT που, ούτε εγγεγραμμένες είναι, ούτε εμπορεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο.

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 (η ευκολία ρευστοποίησης των στοιχείων σε μετρητά) σε σύγκριση με παραδοσιακές ιδιωτικές ακίνητες περιουσίες. Ο λόγος είναι ότι οι μετοχές των REITs διακινούνται σε μεγάλα χρηματιστήρια, γεγονός το οποίο καθιστά ευκολότερη των 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 των 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 των REIT.

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

5.2/. Βασικά χαρακτηριστικά

Για να κατηγοριοποιηθεί μία εταιρεία ως REIT θα πρέπει να πληρούνται 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 στοιχεία ακίνητης περιουσίας
- Να παράγει τουλάχιστον το 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, τώρα, 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 REIT δε διαφέρουν σε σχέση με αυτούς των υπολοίπων μετοχών. Δηλαδή υπάρχουν οι προσδοκίες αφενός και κυρίως για μερισματική απόδοση και αφετέρου για μακροχρόνια καταγραφή κεφαλαιακών κερδών.

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

5.3/. Τα είδη των REITs

Η βιομηχανία των REITs έχει ένα διαφοροποιημένο προϊόν που προσφέρει ελαστικές ευκαιρίες στους επενδυτές. Η κατηγοριοποίηση των REITs γίνεται συνήθως με βάση την επενδυτική πολιτική, τη γεωγραφική περιοχή καθώς και το είδος των ακινήτων.

5.3.1/. Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική

Με βάση την πολιτική διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους, οι οικονομικοί αναλυτές διαχωρίζουν τα REITs στις τρεις παρακάτω επενδυτικές προσεγγίσεις.

α/. Equity REITs (Μετοχικά): επενδύουν τουλάχιστον το 75% των συνολικών περιουσιακών τους στοιχείων σε στοιχεία ιδιοκτησίας που παράγουν εισόδημα. Έχουν στην κατοχή τους και χειρίζονται εισόδημα που προέρχεται 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 το leasing, η ανάπτυξη της ιδιοκτησίας και οι υπηρεσίες που αφορούν στην ενοικίαση.

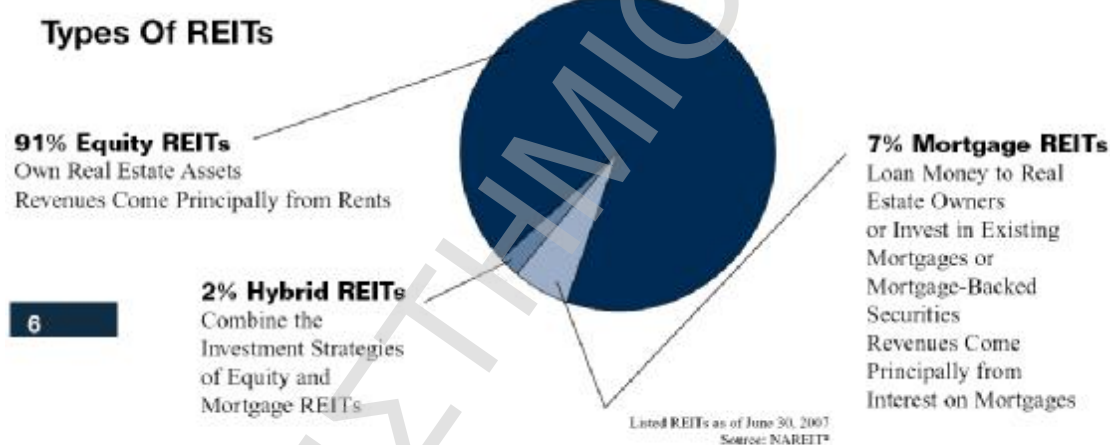
Η μεγάλη διαφορά μεταξύ των REITs και των άλλων εταιρειών ακινήτων είναι ότι το REIT πρέπει να αποκτά, να αναπτύσσει τις ιδιοκτησίες του και να τις διαχειρίζεται σα μέρος του δικού του χαρτοφυλακίου και όχι να προχωρεί σε μεταπώληση των ακινήτων όταν αυτά θα έχουν αναπτυχθεί κατάλληλα.

β/. Mortgage REITs (Ενυπόθηκα): επενδύουν τουλάχιστον το 75% των περιουσιακών τους στοιχείων σε δάνεια για κατοικία, σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια για κατασκευή καθώς και σε υποθήκες που αφορούν σε επαγγελματική περιουσία. Ασχολούνται, δηλαδή, με την κατοχή και την επένδυση 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 κίνδυνο του επιτοκίου με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες.

γ/. Hybrid REITs (Παράγωγα – Υβριδικά): συνδυάζουν τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο άλλων κατηγοριών REITs με το να κατέχουν ιδιοκτησίες και να παρέχουν δάνεια σε ιδιοκτήτες ακινήτων και σε επιχειρηματίες.

Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η κατηγοριοποίηση των REITs βάσει της επενδυτικής τους πολιτικής:



Διάγραμμα 5.1: Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική

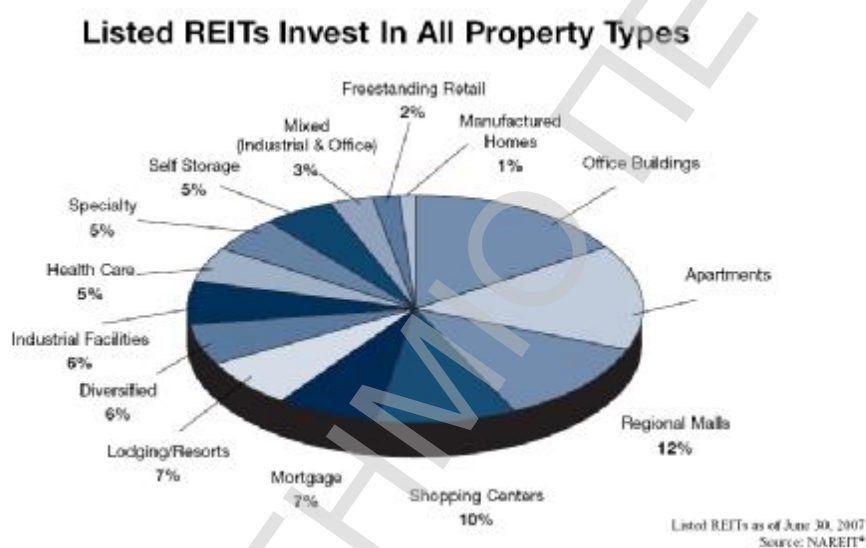
5.3.2/. Κατηγοριοποίηση με βάση τη γεωγραφική περιοχή

Υπάρχουν REITs που ανήκουν σε μία χώρα και επενδύουν σε αυτήν αποκλειστικά και άλλα που επενδύουν σε άλλες χώρες. Αλλά εξειδικεύονται σε μία περιοχή της χώρας ή ακόμα και σε μία μητροπολιτική περιοχή.

5.3.3/ Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας

Μερικά REITs επενδύουν σε μία ποικιλία από περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα εμπορικά κέντρα, τα διαμερίσματα, οι αποθήκες, τα γραφεία, τα ξενοδοχεία, τα ιατρικά κέντρα και τα ακίνητα υγείας γενικότερα, οι προκατασκευασμένες κατοικίες και οι βιομηχανικές περιοχές.

Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας:



Διάγραμμα 5.2: Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας

Τέλος, στον παρακάτω πίνακα δίνεται η εξέλιξη όλων των REITs και ανά κατηγορία βάσει της κατηγοριοποίησης σε επενδυτική πολιτική για τα έτη από το 1971 έως το 2007.

Year End Equity Market Capitalization¹
(Millions of dollars at year end)

Year	All REITs		Equity		Mortgage		Hybrid	
	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8	10	591.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11	728.9
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3	11	540.2
1974	53	712.4	19	241.9	22	236.8	12	231.7
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0	12	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6	13	482.8
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3	18	591.6
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19	496.4
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1	20	633.3
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19	846.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19	920.1
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16	1,093.8
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	19	1,460.0	14	1,328.7
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14	1,489.4
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4	13	1,241.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16	1,961.7
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19	1,782.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.6	21	1,672.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3	21	1,356.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3	24	1,896.4
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4	17	4,232.9
1996	199	86,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	4,916.2	9	6,480.7
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	26	4,441.7	10	1,587.5
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	2,652.4	9	1,632.0
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,990.5	9	3,816.0
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7	3,519.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5	7	5,225.0
2004	190	305,025.1	150	273,629.0	33	24,774.1	7	6,622.0
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7	8	5,606.6
2006	183	436,071.1	138	400,741.4	38	29,195.3	7	6,134.3
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	29	19,054.1	5	4,260.3

Πίνακας 5.1: Η εξέλιξη των REITs από το 1971 έως το 2007

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6ο:
Η επένδυση στα REITs

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

6.1/. Ποιοι επενδύουν σε REITs

Επενδυτές ανεξαρτήτως ηλικίας, σε ΗΠΑ και παγκοσμίως, επενδύουν σε REITs άμεσα ή μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων REIT. Άλλοι αγοραστές των REITs είναι και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες, διάφορα ιδρύματα και παραρτήματα τραπεζών.

Οι επενδυτές επιλέγουν τα REITs ουσιαστικά για τα ελκυστικά υψηλά επίπεδα τρέχοντος εισοδήματος και για την ευκαιρία που τους παρέχεται για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Αυτά είναι και τα χαρακτηριστικά της εμπορικής επένδυσης σε ακίνητη περιουσία.

Σήμερα, μία ευρεία γκάμα επενδυτών χρησιμοποιούν τα REITs για να καταφέρουν να επιτύχουν τους επενδυτικούς στόχους της διαφοροποίησης, υψηλότερα μερίσματα, ρευστότητα, αποδόσεις και διαφάνεια.

6.2/. Γιατί επένδυση σε REITs;

Γιατί τα REITs είναι επενδύσεις συνολικής απόδοσης. Τυπικά, παρέχουν υψηλά μερίσματα και, επιπλέον, παρέχουν τη δυνατότητα για μετριοπαθή, μακροπρόθεσμη ανατίμηση του κεφαλαίου. Οι μακροπρόθεσμες συνολικές αποδόσεις των REIT μετοχών πιθανόν να είναι ελαφρώς χαμηλότερες από τις αποδόσεις μετοχών ανάπτυξης και υψηλότερου κινδύνου και ελαφρώς υψηλότερες από τις αποδόσεις των ομολόγων χαμηλότερου κινδύνου.

Οι εταιρείες REIT υποχρεούνται από τη νομοθεσία να διανέμουν κάθε χρόνο τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους ως μερίσμα στους μετόχους τους. Γι' αυτό και τα REITs συγκαταλέγονται ανάμεσα σε εκείνες τις εταιρείες και επενδύσεις που πληρώνουν τα υψηλότερα μερίσματα. Τα μερίσματα προέρχονται κυρίως από τη σχετικά σταθερή και προβλέψιμη ροή των αντίστοιχων ενοικίων που έχουν καθοριστεί να πληρώνονται από όσους διακατέχουν περιουσίες των REITs. Επειδή οι ρυθμοί των ενοικίων τείνουν να αυξάνουν σε περιόδους πληθωρισμού, τα μερίσματα των REITs τείνουν, αντίστοιχα, να προφυλάσσονται έναντι της, μακροπρόθεσμα διαβρωτικής, επίδρασης των αυξήσεων των τιμών, δηλαδή του πληθωρισμού.

Υπάρχει μία σχετικά χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των εισηγμένων REITs και των αποδόσεων των υπόλοιπων κοινών μετοχών ή / και επενδύσεων σταθερού εισοδήματος. Επομένως, συμπεριλαμβάνοντας τα REITs στο χαρτοφυλάκιο του, μπορεί καθένας να πετύχει μεγαλύτερη και καλύτερη διαφοροποίηση.

6.3/. Τι προσφέρουν τα REITs;

Τα REITs προσφέρουν στους επενδυτές:

- Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου που μειώνει τον κίνδυνο
- Σταθερό εισόδημα μέσω μερισμάτων
- Υψηλές μερισματικές αποδόσεις
- Ανάπτυξη των μερισμάτων που συνεχώς ξεπερνά τον πληθωρισμό όσον αφορά στις τιμές για τον καταναλωτή
- Ρευστότητα: τα μερίδια των δημόσια εμπορευόμενων REITs είναι άμεσα μετατρέψιμα σε μετρητά καθώς εμπορεύονται στα κυριότερα χρηματιστήρια
- Επαγγελματική διαχείριση: οι διαχειριστές των REITs είναι επιδέξιοι και έμπειροι επαγγελματίες της αγοράς ακινήτων
- Επίβλεψη: ανεξάρτητα στελέχη των εταιρειών REIT, ανεξάρτητοι αναλυτές, ανεξάρτητοι ορκωτοί ελεγκτές και τα οικονομικά και επαγγελματικά μέσα ενημέρωσης διαθέτουν στο κοινό, σε τακτή χρονική βάση, οικονομική αναφορά σχετικά με την πορεία των REITs. Η ενδεδειγμένη αυτή αναφορά παρέχει στους επενδυτές ένα, από τα καταλληλότερα ίσως, μέτρο προστασίας και αποτελεί κάτι παραπάνω από βαρόμετρο για την οικονομική κατάσταση των εταιρειών REIT.
- Υποχρέωση να δίνουν τα στοιχεία τους στη δημοσιότητα ανά τακτά χρονικά διαστήματα

6.4/. Πώς γίνεται η επένδυση σε REITs;

Κάθε άτομο μπορεί να επενδύσει σε ένα δημόσια εμπορευόμενο REIT, εισηγμένο σε κάποιο από τα κύρια χρηματιστήρια αξιών, με το να αγοράζει μετοχές μέσω ενός διαπραγματευτή χρεογράφων. Όπως και με τα υπόλοιπα δημόσια εμπορευόμενα χρεόγραφα, οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές και λοιπά χρεόγραφα. Ο επενδυτής μπορεί να αναθέσει τις υπηρεσίες αυτές σε ένα χρηματιστή, ή σύμβουλο επενδύσεων ή σε κάποιον οικονομικό διαχειριστή που θα τον βοηθήσει να προσδιορίσει και να αναλύσει τους οικονομικούς του στόχους. Ο επενδυτής μπορεί επίσης να έρθει άμεσα σε επαφή με την εταιρεία REIT, της οποίας τις μετοχές επιθυμεί να αγοράσει, και να ζητήσει τη συνολική ετήσια αναφορά της, ενημερωτικά φυλλάδια καθώς και οποιεσδήποτε άλλες πληροφορίες οικονομικού περιεχομένου. Πολλές από αυτές τις πληροφορίες είναι διαθέσιμες στην ιστοσελίδα της εταιρείας. Πολλές οικονομικές ιστοσελίδες, αλλά και οι κατά τόπους βιβλιοθήκες, παρέχουν πολλές πληροφορίες, ή και έρευνες πολλές φορές, σχετικά με τα REITs στα οποία μπορεί κανείς να επενδύσει.

Μία άλλη εναλλακτική είναι η περαιτέρω διαφοροποίηση της επένδυσης μέσω της αγοράς μετοχών αμοιβαίου κεφαλαίου REIT. Μία λίστα από τέτοια αμοιβαία είναι διαθέσιμη, επίσης, σε οικονομικές ιστοσελίδες. Οι επενδυτές μπορούν έτσι να εκτιμήσουν και να συγκρίνουν την απόδοση των αμοιβαίων μέσω πηγών πληροφοριών, όπως λ.χ. η Morningstar κλπ. Οι πηγές αυτές μπορούν να παρέχουν αναλυτικές πληροφορίες σχετικά με την παρελθούσα απόδοση των αμοιβαίων, την τωρινή κατάσταση του χαρτοφυλακίου καθώς και το κόστος της εκάστοτε επένδυσης.

6.5/. Πώς μετρούν οι επενδυτές την ικανότητα των REITs να πληρώνουν μερίσματα;

Πολλοί επενδυτές θεωρούν το ποσοστό διανομής μερίσματος ως το μέτρο της ικανότητας του REIT να πληρώσει τα μερίσματά του. Επειδή όμως η απόσβεση της ακίνητης περιουσίας είναι ένα μεγάλο, μη χρηματικό, έξοδο που πιθανώς να επαυξάνει κάθε μείωση στην αξία της ιδιοκτησίας, το μέρισμα ανά μετοχή διαιρούμενο με το καθαρό εισόδημα ανά μετοχή, κατ' ανάλογο τρόπο, θα μειώνει την ικανότητα του REIT να διατηρήσει τις πληρωμές των μερισμάτων. Επομένως, το ποσοστό διανομής των μερισμάτων, υπολογιζόμενο ως το μέρισμα ανά μετοχή διαιρούμενο με τα έσοδα λειτουργίας (FFO) ανά μετοχή, ή ως το μέρισμα ανά μετοχή διαιρούμενο με τα προσαρμοσμένα έσοδα λειτουργίας ανά μετοχή, χρησιμοποιείται από πολλούς ως πιο ακριβές μέτρο για την ικανότητα των REITs να μοιράσουν μερίσματα.

6.6/. Πώς πρέπει να γίνει σωστά η επένδυση σε REITs;

Κριτήρια

Η αγορά συνήθως επιβραβεύει τις εταιρείες που επιδεικνύουν συνεχή κέρδη και ανάπτυξη των μερισμάτων με υψηλότερα πολλαπλάσια τιμών – κερδών. Γι' αυτό και οι επενδυτές θα πρέπει να ψάξουν για REITs, εκείνες τις δημόσια εμπορευόμενες εταιρείες ακίνητης περιουσίας που πληρούν τα κάτωθι κριτήρια:

- Αποδεδειγμένη ικανότητα να αυξάνουν τα κέρδη τους με αξιόπιστο τρόπο. Για παράδειγμα, είναι προτιμότερες οι εταιρείες με ενοίκια χαμηλότερα του επιπέδου της αγοράς. Τέτοιες ιδιοκτησίες παρέχουν επιπλέον δυνατότητες σε αγορές ισορροπίας και προστασία σε περιόδους επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης.
- Ομάδες διαχείρισης ικανές να επανεπενδύσουν άμεσα και αποδοτικά τις διαθέσιμες χρηματικές ροές. Ικανότητα ολοκλήρωσης των νέων σχεδίων στην ώρα τους και μέσα στα όρια του προϋπολογισμού. Δημιουργικές ομάδες διαχείρισης με στέρεες στρατηγικές για την ανάπτυξη νέων ευκαιριών για εισόδημα.

- Δυνατά χαρακτηριστικά λειτουργίας, περιλαμβάνοντας την αποδοτική διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης, συντηρητική μόχλευση, αποδεκτές πρακτικές της λογιστικής καθώς και μία καθαρά προσδιορισμένη στρατηγική για επιτυχία στις ανταγωνιστικές αγορές.

6.6.1/. Ποσοτικά κριτήρια επιλογής

Δείκτης NAV

Οι επενδυτές των REITs συνήθως συγκρίνουν τις τρέχουσες τιμές των μετοχών με την καθαρή αξία του ενεργητικού μίας εταιρείας (NAV). Έτσι, ο δείκτης αυτός δείχνει την ανά μετοχή αγοραία αξία του καθαρού ενεργητικού μίας εταιρείας. Κατά καιρούς, η τιμή της μετοχής του REIT μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη της καθαρής αξίας των περιουσιακών του στοιχείων. Οι επενδυτές θα πρέπει να ξέρουν και να κατανοούν μερικούς από τους κριτικούς παράγοντες που επηρεάζουν την περιουσία σε ακίνητη περιουσία. Ένας κριτικός παράγοντας είναι το κατά πόσο είναι σε ισορροπία η προσφορά νέων κτιρίων με τη ζήτηση για νέους χώρους. Όταν η κατασκευή προσθέτει νέους χώρους σε μία αγορά γρηγορότερα από ό,τι μπορεί να τους απορροφήσει, αυξάνουν τα αποθέματα σε κτίρια, τα ενοίκια μπορεί να εξασθενήσουν και μειώνεται η αξία της ιδιοκτησίας που συνεπακόλουθα θα μειώσει και τις καθαρές αξίες των περιουσιακών στοιχείων.

Σε μία εύρωστη οικονομία, η ανάπτυξη στην απασχόληση, η επένδυση του κεφαλαίου και η κατανάλωση των νοικοκυριών, αυξάνουν τη ζήτηση για νέους γραφειακούς χώρους, για διαμερίσματα, για καταστήματα λιανικής καθώς και για χώρους που θα στεγάσουν βιομηχανία. Η ανάπτυξη του πληθυσμού επίσης ενισχύει τη ζήτηση για διαμερίσματα. Όμως, η οικονομία δεν είναι πάντα ισότιμα δυνατή σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές και η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να μην αυξήσει ταυτόχρονα τη ζήτηση για όλα τα είδη ιδιοκτησίας. Γι' αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να συγκρίνουν τις τοποθεσίες της ιδιοκτησίας για κάθε διαφορετική εταιρεία και τη σχετική δύναμη ή αδυναμία της αγοράς ακίνητης περιουσίας για τις τοποθεσίες αυτές.

Οι πληροφορίες για τις ιδιοκτησίες της εταιρείας είναι διαθέσιμες στις ιστοσελίδες τους. Οι πληροφορίες για τις κατά τόπους αγορές ακίνητης περιουσίας είναι διαθέσιμες στον οικονομικό τύπο ή και σε μηχανές αναζήτησης του διαδικτύου.

Έσοδα λειτουργίας (Funds From Operation – FFO)

Τα έσοδα λειτουργίας ή Funds From Operation - FFO όπως αναφέρονται στη βιβλιογραφία, είναι, ίσως, το πιο κοινά αποδεκτό εργαλείο για τη μέτρηση της αποδοτικότητας του REIT. Το FFO ορίζεται ως το **καθαρό εισόδημα του REIT μείον τα κέρδη ή τις ζημιές που τυχόν θα προκύψουν σε περίπτωση πώλησης του ακινήτου ή αναδιάρθρωσης του χρέους, πλέον κατά την απόσβεση του ακινήτου.**

Δηλαδή,

$$\text{FFO} = \text{Καθαρό Εισόδημα} - \text{Κέρδη} / \text{Ζημιές} + \text{Αποσβέσεις ακινήτου}$$

Όπου τα κέρδη ή οι ζημιές θα προέρθουν από την πώληση του ακινήτου ή την τυχόν επαναδιαπραγμάτευση του χρέους.

Η ανάπτυξη στα κέρδη, και άρα και τα έσοδα λειτουργίας που δίνονται με το δείκτη FFO, προέρχεται ουσιαστικά από πολλές πηγές, περιλαμβάνοντας τα υψηλότερα κέρδη, τα χαμηλότερα κόστη καθώς και νέες ευκαιρίες για επιχειρήσεις. Οι πιο άμεσες πηγές της ανάπτυξης των κερδών είναι οι υψηλότεροι ρυθμοί ιδιοκτησίας κτιρίων και οι αυξήσεις των κτιρίων που ενοικιάζονται. Όσο η ζήτηση για νέες ιδιοκτησίες παραμένει σε απόλυτη ισορροπία με τη διαθέσιμη ποσότητα, τα ενοίκια της αγοράς τείνουν να αυξάνουν καθώς η οικονομία επεκτείνεται και αυξάνει η ζήτηση για καινούριους χώρους. Οι χαμηλοί ρυθμοί ιδιοκτησίας σε κτίρια που δε χρησιμοποιούνται μπορούν να αυξηθούν όταν οι επιδέξιοι ιδιοκτήτες επεκτείνουν τις δυνατότητες και βελτιώνουν τις υπηρεσίες των κτιρίων αλλά και προσαρμόζουν πιο αποδοτικά τις ιδιοκτησίες τους στους νέους τύπους των ενοικιαστών. Η απόκτηση περιουσίας και τα προγράμματα ανάπτυξης επίσης δημιουργούν ευκαιρίες ανάπτυξης, με την προϋπόθεση ότι οι οικονομικές αποδόσεις από τις επενδύσεις αυτές υπερβαίνουν το κόστος της χρηματοδότησης. Όπως και οι άλλες δημόσιες εταιρείες, τα REITs και οι δημόσια εμπορευόμενες εταιρείες ακίνητης περιουσίας επίσης αυξάνουν τα κέρδη μέσω της βελτίωσης της λειτουργικής τους ικανότητας και με το να εκμεταλλεύονται τις οποιοσδήποτε καινούριες ευκαιρίες για επιχειρήσεις.

Η Πράξη που τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου του 2001 (REIT Modernization Act - RMA), παρέχει επιπλέον δυνατότητες και ευκαιρίες στα REITs να αυξήσουν τα κέρδη τους. Νωρίτερα από τη θέσπιση της Πράξης αυτής, τα REITs περιορίζονταν στο να παρέχουν μόνο εκείνες τις υπηρεσίες που ήταν για καιρό αποδεκτές ως "συνήθεις και τυπικές" υπηρεσίες του σπιτονοικοκύρη, και αποκλείονταν από το να προσφέρουν περισσότερο προηγμένες υπηρεσίες από αυτές που προσφέρονταν από τους σπιτονοικοκύρηδες. Η RMA επιτρέπει στα REITs να κατέχουν φορολογούμενα υποκατάστατα που μπορούν να προσφέρουν τις ανταγωνιστικές υπηρεσίες τις οποίες και επιθυμούν οι περισσότεροι σημερινοί ενοικιαστές. Τους παρέχει, επίσης, υπηρεσίες, όπως είναι η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητη περιουσία για άλλους επενδυτές.

Συντελεστής απόδοσης (Rate of Return) και μερίσματα

Τα REITs προσφέρουν ένα σχετικά υψηλό συντελεστή απόδοσης (rate of return), αφού τα μερίσματα προέρχονται από ενοίκια και άλλα εισοδήματα από ακίνητα. Για το λόγο αυτό ο συντελεστής απόδοσης (μέρισμα / τιμή) είναι ένας άλλος παράγοντας που θα πρέπει να ληφθεί υπόψη από τον επενδυτή κατά τη διαδικασία επιλογής του REIT.

Μία αύξηση του μερίσματος της τάξης του 9% με 10% θεωρείται ικανοποιητική και τα μερίσματα θα πρέπει να αποτελούν το κύριο τμήμα της απόδοσης. Η υπερβολική διανομή κερδών μπορεί να αποτελέσει ένδειξη ότι το εισόδημα του REIT προέρχεται

από έκτακτα γεγονότα και, ως εκ τούτου, δε θα μπορέσει 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 τη συνέχεια.

Οι επενδυτές χρειάζεται να αναλογιστούν τα μερίσματα του παρελθόντος, αλλά και αυτά που προβλέπονται για το μέλλον, και να τα συγκρίνουν με τις αποδόσεις άλλων προϊόντων, δεδομένου, όμως, και του κινδύνου που θα αναλάβουν στην εκάστοτε περίπτωση.

Έξοδα που βαρύνουν τα REITs

Η ύπαρξη των εξόδων μειώνει τις αποδόσεις των REITs. Επομένως, ο λόγος των εξόδων είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας των REITs, ο οποίος δίνει και την ικανότητα της εταιρείας να κρατά τα κόστη σε χαμηλά επίπεδα.

Εάν το συνολικό κόστος της αμοιβής διαχείρισης ξεπερνά το 1% των ακαθάριστων περιουσιακών στοιχείων, τότε αυτή θεωρείται ότι είναι υψηλή. Χρειάζεται να σημειωθεί ότι τα αυτοδιοικούμενα REITs έχουν χαμηλότερα έξοδα.

Πηγές κεφαλαίου

Επειδή οι εταιρείες REIT υποχρεούνται από τη νομοθεσία να διανέμουν το 90% από το φορολογητέο εισόδημά τους στους επενδυτές, θα πρέπει να βασίζονται σε εξωτερική χρηματοδότηση η οποία και θα αποτελεί τη βασική πηγή κεφαλαίων τους.

Οι επενδυτές είναι αναγκαίο να διερευνούν τη δυνατότητα των REITs για μελλοντική επιτυχία, αξιολογώντας το κατά πόσο έχουν πρόσβαση σε δανεισμό ή ίδια κεφάλαια, ικανά να χρηματοδοτήσουν τα μελλοντικά αναπτυξιακά τους προγράμματα. Τα REITs που έχουν τη δυνατότητα της αυτοχρηματοδότησης είναι και αυτά που, συνηθέστερα, προσφέρουν και τις υψηλότερες 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 μία ενδεχόμενη πτώση των επιτοκίων, δανειζόμενο για να διευρύνει το χαρτοφυλάκιό του.

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

6.6.2/. Ποιοτικά κριτήρια επιλογής

Για την αξιολόγηση του REIT απαιτείται η προσεκτική μελέτη των κάτωθι δύο ποιοτικών κριτηρίων:

Συγκεκριμένα,

Εμπειρία Διοίκησης

Όπως και σε οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση, έτσι και στην περίπτωση των REITs, κλειδί για μία επιτυχημένη απόδοση είναι η ικανότητα αλλά και η πείρα της διοίκησης. Αν και είναι δύσκολο για κάθε 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, άμεσα και αποτελεσματικά, να ολοκληρώνει με συνέπεια τα σχέδιά της και να διαμορφώνει στρατηγικές για την εκμετάλλευση νέων ευκαιριών με σκοπό τη δημιουργία προσόδου.

Εάν για παράδειγμα ένα REIT έχει βρει πρόσφατα μία καινούρια πηγή κεφαλαίου, προκύπτει το συμπέρασμα ότι ο οργανισμός – ίδρυμα που προσφέρει το κεφάλαιο αισθάνεται άνετα με τις δυνατότητες, τις στρατηγικές και τις προοπτικές 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 τον τρόπο με τον οποίο αποζημιώνεται η διοίκηση του REIT για τον προσδιορισμό των στόχων της αλλά 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 τη μερισματική απόδοση, κάτι το οποίο, πιθανότατα, να γίνει σε βάρος της μακροπρόθεσμης κεφαλαιακής αύξησης.

6.7/. Πώς γίνεται η εκτίμηση των μετοχών των REITs;

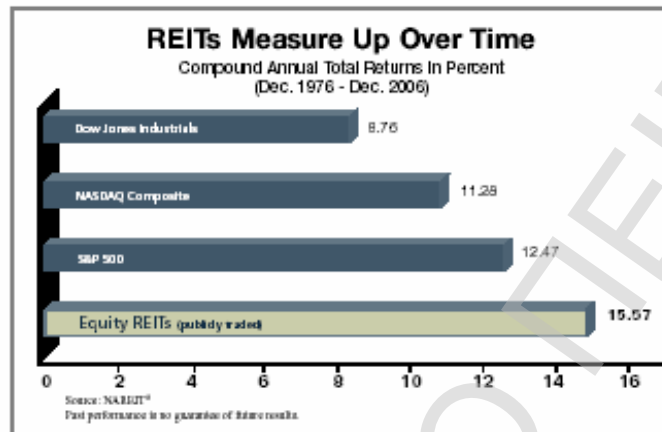
Όπως και σε όλες τις εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι δημόσια εμπορευόμενες, οι μετοχές των REIT τιμολογούνται από την αγορά καθόλη τη διάρκεια της μέρας των συναλλαγών. Για να εκτιμηθεί η αξία της επένδυσης των μετοχών REIT, η τυπική ανάλυση περιλαμβάνει ένα ή περισσότερα από τα ακόλουθα κριτήρια:

- Αναμενόμενη ανάπτυξη στα κέρδη ανά μετοχή
- Αναμενόμενη συνολική απόδοση από τη μετοχή, εκτιμώμενη από την προσδοκώμενη αλλαγή στην τιμή καθώς και από την επικρατούσα μερισματική απόδοση.
- Μερισματικές αποδόσεις του παρόντος, σε σύγκριση με άλλες αποδόσεις επενδύσεων των οποίων οι αποδόσεις δεν μπορούν να ξεπεράσουν ένα στάνταρ σημείο (π.χ. ομόλογα και άλλες επενδύσεις υψηλού εισοδήματος).
- Το ποσοστό διανομής μερισμάτων ως ποσοστό των κεφαλαίων που προκύπτουν από τη λειτουργία του, για κάθε REIT
- Η ποιότητα της διαχείρισης και η δομή της διακυβέρνησης της εταιρείας
- Οι αξίες των αντίστοιχων περιουσιακών στοιχείων και/ ή οι υποθήκες καθώς και άλλα περιουσιακά στοιχεία.

Οι μετοχές των REITs που εγγράφονται με το SEC αλλά δεν είναι δημόσια εμπορευόμενες σε κάποιο από τα χρηματιστήρια, θα πρέπει να εκτιμώνται σε συνεννόηση με κάποιον ικανό οικονομικό σύμβουλο.

REITs measure up over time..

..κάτι που φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα



Διάγραμμα 6.1: Οι συνολικές ετήσιες αποδόσεις των κυριότερων δεικτών για το διάστημα 1976 - 2006

6.8/. Είναι η κατοχή κατοικίας υποκατάστατο της επένδυσης σε REITs;

Κάθε κατοικία είναι ένα έξοδο, όχι μία επένδυση, ιδίως όταν αυτή χρηματοδοτείται με στεγαστικό δάνειο μεγάλου ποσού. Δεν παράγει τρέχον εισόδημα, αλλά μάλλον απαιτεί τακτικές πληρωμές για τους τόκους του στεγαστικού, τους φόρους της ακίνητης περιουσίας καθώς και πληρωμές για την ασφάλισή της, συν οποιαδήποτε άλλα περιστασιακά έξοδα χρειάζονται για να διατηρηθεί η κατοικία κατάλληλα.

Σε αντίθεση, τα REITs αντιπροσωπεύουν επένδυση σε εμπορική ακίνητη περιουσία η οποία παράγει συνεχιζόμενες ροές εισοδήματος από τα ενοίκια. Ένας ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης για τις τιμές των μονοκατοικιών διεθνώς είναι κατά μέσο όρο στο 6,2% για τα έτη από το 1976 έως το 2006. Τα equity REITs, εν τω μεταξύ, παράγουν συνδυαζόμενη συνολική ετήσια απόδοση της τάξης του 7,7%, με βάση την τιμή και μόνο, αλλά με τα μερίσματα να επανεπενδύονται. Η συνολική συνδυαζόμενη απόδοση των REITs για την ίδια περίοδο ήταν στο 15,57%. Επιπλέον, η επένδυση σε REITs αντιπροσωπεύει μία επένδυση που διαφοροποιείται με μία πληθώρα ιδιοκτησιών ακίνητης περιουσίας και ανά μία πληθώρα γεωγραφικών τοποθεσιών. Συγκριτικά, ο κίνδυνος από την επένδυση σε κατοικία (ιδιοκατοίκηση) δε διαφοροποιείται, αλλά μάλλον επικεντρώνεται κυρίως σε μία τοποθεσία. Η χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των εκατοστιαίων μεταβολών στις αποδόσεις των REITs και των τιμών κατοικίας, συνδυαζόμενη με τις ιστορικά ελκυστικές συνολικές αποδόσεις και τη μέτρια διακύμανσή τους, κάνει τα REITs τόσο ιδανικά, ώστε να μην αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι εμφανίζονται (ως βέλτιστη λύση) στα χαρτοφυλάκια τόσο των ιδιοκτητών κατοικίας, όσο και των ενοικιαστών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7ο:
Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα από την επένδυση στα
REITs

7.1/. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για τον επενδυτή

Όπως συμβαίνει με κάθε επένδυση, έτσι και τα REITs έχουν τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα για τους επενδυτές που τα επιλέγουν

Αναλυτικά, τα πλεονεκτήματα για τον επενδυτή από την επένδυση σε REITs συνοψίζονται στα παρακάτω:

Διαφοροποίηση

Οι επενδυτές έχουν συνειδητοποιήσει, πλέον, το πόσο σημαντικό είναι να είναι τα χαρτοφυλάκιά τους όσο το δυνατόν καλύτερα διαφοροποιημένα. Και αυτό το έχουν συνειδητοποιήσει όλοι οι επενδυτές: από τους πιο συντηρητικούς, που προσπαθούν να αυξήσουν το εισόδημά τους και ταυτόχρονα να προστατευθούν από το μελλοντικό πληθωρισμό, μέχρι τους επενδυτές ομολογιών και μετοχών, που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν το ευμετάβλητο χαρτοφυλάκιο 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 μία ελκυστική σχέση κινδύνου - απόδοσης. Η αντιστοιχία των αποδόσεών τους με άλλες κατηγορίες έχει μειωθεί τα τελευταία 30 χρόνια. Εξάλλου, μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις ή μειωμένο κίνδυνο όταν προστεθούν σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Η περίπτωση της επένδυσης σε αξιόγραφα ακίνητης περιουσίας με παγκόσμια διαφοροποίηση

Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αρχίσει να εκμεταλλεύονται τη μεγάλη ποικιλία επενδυτικών προϊόντων ακίνητης περιουσίας που είναι πλέον διαθέσιμα μαζί με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια και τα διάφορα άλλα χρεόγραφα. Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας έχουν έρθει στο προσκήνιο στις ΗΠΑ εδώ και 10 με 15 χρόνια. Στις ΗΠΑ, ο τομέας αυτός μετρά πλέον για το 28% περίπου των περιουσιακών στοιχείων της Βόρειας Αμερικής υπό διαχείριση. Τα χρεόγραφα με παγκόσμια διαφοροποίηση παρέχουν επιπλέον στήριξη και βελτιώνουν την κατάσταση κάθε χαρτοφυλακίου που διαφοροποιείται διεθνώς.

Όπως ειπώθηκε παραπάνω, τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας παρέχουν μεγάλη, σχεδόν άριστη, διαφοροποίηση σε ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Ανάμεσα στις τάξεις των περιουσιακών στοιχείων, οι συσχετίσεις μεταξύ των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας των ΗΠΑ και του ευρύτερου φάσματος περιουσιακών στοιχείων των ΗΠΑ, κυμαίνονται μεταξύ 0,5 και 0,6, με την τωρινή κατάσταση να είναι της τάξης του 0,5. Οι συσχετίσεις μεταξύ των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας και των ομολόγων στις ΗΠΑ είναι αρκετά μικρότερες, της τάξης του 0,25.

Τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας που διαφοροποιούνται παγκοσμίως προσφέρουν την ίδια διαφοροποίηση. Για τα μεσαία τρίμηνα του 2007 οι συσχετίσεις μεταξύ των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων κυμαίνονταν σχεδόν μεταξύ της κλίμακας του 0,25 και της κλίμακας του 0,75. Αυτό απεικονίζει μεγάλη ποικιλία διάρκειας. Σε παγκόσμια βάση, τα χρεόγραφα ακίνητης

περιουσίας έχουν παράγει συσχετίσεις της τάξης του 0,5 και 0,6, με το 0,6 να αποτελεί την τωρινή κατάσταση. Οι συσχετίσεις αυτές είναι παρόμοιες με αυτές στις ΗΠΑ, με τις τωρινές συσχετίσεις λίγο υψηλότερες για τις χώρες εκτός των ΗΠΑ. Επίσης, παρόμοια με τις ΗΠΑ, οι συσχετίσεις μεταξύ των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας και των ομολόγων με παγκόσμια διαφοροποίηση είναι μικρότερες από αυτές για τις κοινές μετοχές. Οι συσχετίσεις κάθε χώρας γενικά ποικίλουν από 0,0 έως 0,3. Αθροιστικά, τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας έχουν συντελεστή συσχέτισης με τα ομόλογα περίπου 0,3, δηλαδή λίγο υψηλότερα από τον αντίστοιχο των ΗΠΑ. Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η περίπτωση των αναπτυσσόμενων αγορών, όπως αυτές της Ασίας, όπου αναμένεται ότι οι συσχετίσεις θα μειωθούν στις αγορές αυτές καθώς ωριμάζουν.

Εν γένει, οι τωρινές στατιστικές δε επιβάλλουν ως προσφορότερη λύση το παγκόσμιο έναντι του εγχώριου, μα δεν αντιτίθενται και στο παγκόσμιο. Με άλλα λόγια, και η επένδυση σε εγχώρια και η επένδυση σε REITs με παγκόσμια διαφοροποίηση είναι εξίσου ελκυστικές για διαφοροποίηση. Προοπτικά, η λογική επιτάσσει ότι η επένδυση σε μη εγχώρια REITs θα αποτελέσει καλύτερο οδηγό. Σε κάθε περίπτωση, τα οφέλη της διαφοροποίησης και των δύο είναι άμεσα και με μεγάλη στήριξη στις μετοχές ακίνητης περιουσίας – ανεξαρτήτως γεωγραφικής εστίασης – ως μία προσθήκη αξίας σε κάθε χαρτοφυλάκιο.

Ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση

Το εισόδημα από την επένδυση σε κάποιο REIT δε φορολογείται διπλά, αφού φορολογείται στην "πηγή" μόνο.

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.

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 στη "spot" αγορά.

Πρόσβαση στο κεφάλαιο

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

7.2/. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εταιρειών REIT

Τα βασικά πλεονεκτήματα των REIT εταιρειών είναι:

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 όσα ακίνητα περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιό του και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από τις εταιρείες αυτές.

Αποσβέσεις

Η εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που διακατέχει στο χαρτοφυλάκιό της.

Δανεισμός

Δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι ενός ποσοστού των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.

ΤΟ μοναδικό μειονέκτημα που θα μπορούσε, τέλος, να αναφερθεί σχετικά με τα REITs, είναι το θέμα της διαχείρισης. Δηλαδή απαιτείται συνεχής έρευνα για την αξιοποίηση και διαχείριση των ακινήτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8ο:
REITs και Φορολογία

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

8/. Η φορολογική μεταχείριση των REITs

8.1/. Η φορολογία των ακινήτων στις ΗΠΑ

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 ποσοστό των απωλειών από τέτοιες δραστηριότητες που εκπίπτουν από το εισόδημα και προέρχονταν από παθητικές δραστηριότητες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων να μη θεωρούνται, πλέον, φορολογικά καταφύγια. Ήταν οι αλλαγές αυτές που μετατόπισαν το ενδιαφέρον των επενδυτών σε μία άλλη μορφή επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, διαφορετική από τη πατροπαράδοτη, που ήταν τα REITs.

8.2/. Η φορολόγηση των REITs

Τα REITs υπάρχουν από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, αλλά, λόγω της αστάθειας των επιτοκίων και μερικών επικίνδυνων επενδύσεων, κατάφεραν να κρατήσουν 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 κατήργησε πολλούς από τους περιορισμούς σχετικά με τη δημιουργία και τη διατήρηση ενός REIT.

Τα REITs υποχρεώνονται από το νόμο να διανέμουν στους μετόχους τους, κάθε χρόνο, τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους. Για το λόγο αυτό τα REITs συγκαταλέγονται στις εταιρείες που πληρώνουν τα μεγαλύτερα μερίσματα. Τα μερίσματα προέρχονται από τη σχετικά σταθερή και προβλέψιμη ροή συμβατικών ενοικίων, τα οποία ενοίκια πληρώνουν όσοι διαμένουν ή χρησιμοποιούν το 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, ως κεφαλαιακά κέρδη και ως 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 πώς πρέπει να καταμεριστούν τα μερίσματα του προηγούμενου έτους για φορολογικούς σκοπούς.

Αυτή η πληροφόρηση διανέμεται από κάθε εταιρεία στους εγγεγραμμένους της μετόχους σε μία συγκεκριμένη μορφή. Μία ιστορική καταγραφή της κατανομής των διανομών κάθε REIT σε κανονικό εισόδημα, απόδοση του κεφαλαίου και κεφαλαιακά κέρδη, υπάρχει και στην ιστοσελίδα του NAREIT.

Η απόδοση του διανεμόμενου κεφαλαίου ορίζεται ως το κομμάτι του μερίσματος που υπερβαίνει το φορολογητέο εισόδημα των REITs. Επειδή η απαξίωση του ακινήτου είναι ένα σημαντικό, μη χρηματικό, έξοδο, το οποίο πιθανόν και να μεγαλοποιεί την πτώση των περιουσιακών αξιών, χρησιμοποιείται καλύτερα η τιμή σε μέρισμα διαιρούμενη με το συντελεστή FFO, ως το πιο κατάλληλο μέτρο για την ικανότητα ενός REIT να πληρώνει μέρισμα.

Η απόδοση του διανεμόμενου κεφαλαίου δε φορολογείται σαν κανονικό εισόδημα. Μάλλον, η βάση κόστους του επενδυτή στη μετοχή μειώνεται κατά το ποσό της διανομής. Όταν οι μετοχές πωλούνται, η παραπανίσια αξία της καθαρής τιμής πώλησης πάνω από τη μειωμένη φορολογική βάση, αντιμετωπίζεται ως κέρδος κεφαλαίου για φορολογικούς σκοπούς.

Όσο ο κατάλληλος ρυθμός κεφαλαιακών κερδών είναι μικρότερος από τον περιθώριο συντελεστή φορολογίας του εισοδήματος του επενδυτή, μία υψηλότερη απόδοση διανεμόμενου κεφαλαίου ίσως είναι ελκυστική. Επίσης, για όσον καιρό ο τρέχων συντελεστής κεφαλαιακών κερδών είναι χαμηλότερος από τον οριακό κανονικό φορολογικό συντελεστή του επενδυτή, η υψηλή απόδοση της κεφαλαιακής διανομής θα προσελκύσει επενδυτές οι οποίοι και ανήκουν σε υψηλότερες φορολογικές βαθμίδες.

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

1/. Τουλάχιστον το 90% από το καθαρό φορολογητέο εισόδημα διανέμεται στους μεριδιούχους ως μέρισμα.

2/. Τουλάχιστον το 75% από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται με ακίνητη περιουσία

3/. Τουλάχιστον το 75% του ακαθάριστου εισοδήματος προέρχεται από ενοίκια ακινήτων ή επιτόκια 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. Οι μειώσεις αυτές περιορίζουν το φορολογητέο μέρος της διανομής μετρητών στους μετόχους.

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

8.3/. Υπόκεινται τα μερίσματα των REITs στον ελάχιστο φορολογικό συντελεστή του 15%;

Το Μάιο του 2003, το αμερικανικό Κογκρέσο πέρασε τέτοιες διατάξεις που περικόπτουν τους φορολογικούς συντελεστές των εισοδημάτων στα περισσότερα μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη στο 15%. Επειδή τα REITs, γενικά, δεν πληρώνουν φόρους επιχειρήσεων, η πλειοψηφία των μερισμάτων τους εξακολουθεί να φορολογείται σαν κανονικό εισόδημα με το μέγιστο συντελεστή του 35%.

Όμως, τα μερίσματα των REITs επιδέχονται χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές στις παρακάτω περιπτώσεις:

- Όταν ο κάθε φορολογούμενος ατομικά υπόκειται σε χαμηλότερο, προγραμματισμένο, φορολογικό συντελεστή εισοδήματος
- Όταν το REIT κάνει διανομή των κεφαλαιακών κερδών (15% μέγιστος συντελεστής), ή με βάση την απόδοση του διανεμόμενου κεφαλαίου και κατά τον τρόπο που περιγράφηκε παραπάνω
- Όταν το REIT διανέμει τα μερίσματα που προέρχονται από παραπλήσια εταιρεία σε αυτό ή από άλλον οργανισμό (15% μέγιστος φορολογικός συντελεστής) και,
- Όπου επιτρέπεται, κάθε REIT πληρώνει τους φόρους που προβλέπονται και για τις επιχειρήσεις και διατηρεί τα κέρδη (15% μέγιστος φορολογικός συντελεστής).

Επιπρόσθετα, ο μέγιστος φορολογικός συντελεστής του 15% για τα κεφαλαιακά κέρδη, εφαρμόζεται γενικά και στην πώληση μετοχών των REITs.

Οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι ενδεικτικές του ότι περίπου το 45% των μερισμάτων των REITs επιδέχονταν το χαμηλότερο συντελεστή κεφαλαιακών κερδών το 2006. Από το ποσό αυτό, το 69% αντιπροσώπευε διανομές κεφαλαιακών κερδών και το υπόλοιπο 31% αντιπροσώπευε κεφαλαιακή απόδοση, η οποία και φορολογείται με το συντελεστή των κεφαλαιακών κερδών όταν η μετοχή πωληθεί.

8.4/. Η φορολόγηση των μετόχων των REITs

Ο μεριδιούχος μεταχειρίζεται τη διανομή μερίσματος του REIT ως κανονικό εισόδημα, εκτός εάν έχει οριστεί ως κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα. Ένα κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα είναι ένα μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος για το μεριδιούχο, ακόμα και αν 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 το 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 τα κέρδη του REIT θεωρούνται ως μερίσματα και, ως εκ τούτου, δεν υπόκεινται στο φόρο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9ο:

**Κίνδυνος, Αποδόσεις, Διαφοροποίηση μέσω της επένδυσης
σε REITs**

9.1/. Κίνδυνος από την επένδυση σε REITs

Όπως ειπώθηκε και παραπάνω, οι κίνδυνοι που μπορεί να αντιμετωπίσει ένας επενδυτής είναι τέσσερις και διακρίνονται με βάση την πηγή τους.

Πιο συγκεκριμένα:

Οικονομικός

Πηγάζει από τις αλλαγές, ιδιαίτερα τις αναπάντεχες, στη ζήτηση και την προσφορά των ακινήτων. Σε περίπτωση πτώσης των τιμών των ακινήτων και των ενοικίων, οι αποδόσεις του REIT μειώνονται σημαντικά. Η εκτίμηση για τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές στην αγορά των ακινήτων είναι από πολύ δύσκολη έως αδύνατη.

Επιχειρηματικός - Διαχειριστικός

Ο συγκεκριμένος κίνδυνος προέρχεται από την ορθότητα ή μη των αποφάσεων που παίρνει η διοίκηση του REIT, όσον αφορά στην ανάπτυξη, λειτουργία, αναχρηματοδότηση ή πώληση των ακινήτων που έχει η εταιρεία στο χαρτοφυλάκιό της. Για το λόγο αυτό, ο επενδυτής, προτού επιλέξει την εταιρεία REIT στην οποία θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά του, θα πρέπει να μελετά μία σειρά από δείκτες, που αποτυπώνουν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης του REIT.

Ρευστότητας

Αν και στις περισσότερες των περιπτώσεων είναι μικρός και εύκολα αναγνωρίσιμος, ο κίνδυνος της ρευστότητας παραμένει, εφόσον πρόκειται για επένδυση κλειστού τύπου, με τις μετοχές του REIT να διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια. Η ευκολία με την οποία θα ρευστοποιηθούν οι μετοχές αυτές εξαρτάται, στην προκειμένη περίπτωση, από το "βάθος" της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά.

Πολιτικός

Ο κίνδυνος αυτός προέρχεται από την πιθανότητα εφαρμογής νέων νόμων και κανόνων καθώς και ρυθμίσεων που αφορούν στην ακίνητη περιουσία και οι οποίοι δεν είναι προβλέψιμοι, αφού προωθούνται από την εκάστοτε πολιτική εξουσία.

Χρηματιστηριακός

Ο συγκεκριμένος κίνδυνος αφορά στη γενικότερη πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς στη οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές ενός REIT. Αν και υπάρχει σχετικά χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των REITs και των αποδόσεων των υπολοίπων μετοχών, ο κίνδυνος αυτός δεν παύει να υφίσταται.

9.2.1/. Οι μερισματικές αποδόσεις

Σε παγκόσμιο επίπεδο οι μερισματικές αποδόσεις των REITs έχουν μειωθεί τα τελευταία χρόνια, ωστόσο συνεχίζουν να παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Όσον αφορά στις αποδόσεις αυτές, οι δύο πιο συχνές ερωτήσεις, από πλευράς επενδυτών, είναι οι εξής:

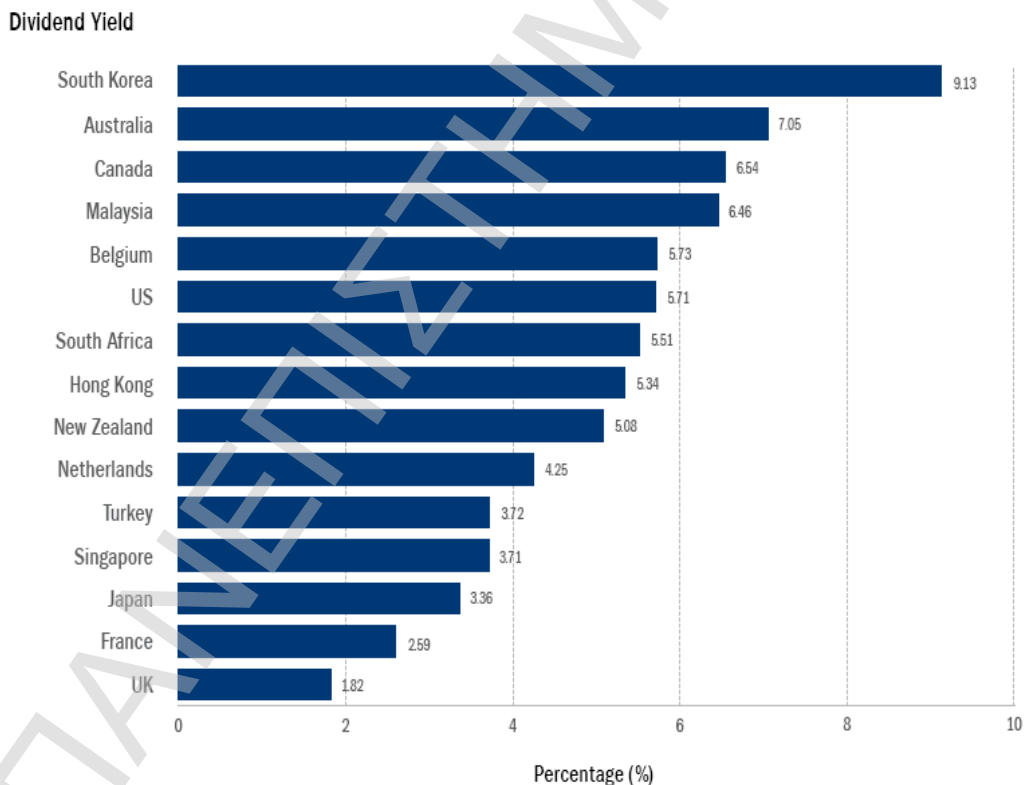
1/. Είναι τα μερίσματα ασφαλή;

και

2/. Αναμένεται άνοδος τους;

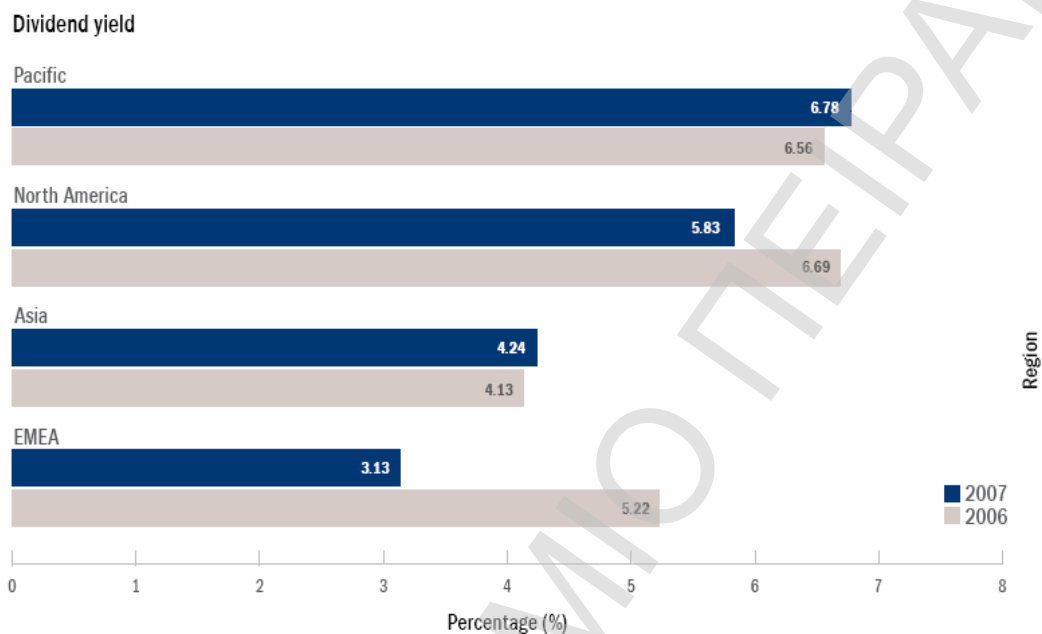
Η απάντηση του τραπεζιτικού οίκου Citigroup και στις δύο παραπάνω ερωτήσεις, είναι καταφατική.

Στο παρακάτω διάγραμμα, φαίνονται οι μερισματικές αποδόσεις ανά περιοχή, για το 2007.



Διάγραμμα 9.1: Οι μερισματικές αποδόσεις των REITs ανά περιοχή για το 2007

Στο παρακάτω διάγραμμα συγκρίνονται οι μερισματικές αποδόσεις του 2007 με τις αντίστοιχές τους για το 2006 (όχι τόσο ανά χώρα, όσο ανά περιοχή ή ευρύτερη περιοχή – EMEA).



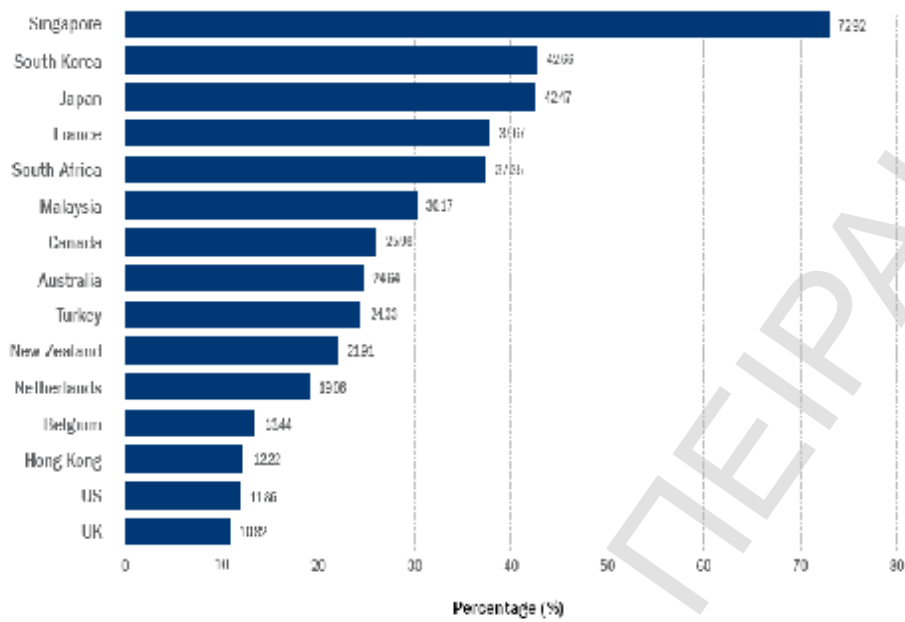
Διάγραμμα 9.2: Οι μερισματικές αποδόσεις το 2007 συγκριτικά με αυτές το 2006

Από το παραπάνω διάγραμμα προκύπτει ότι τα REITs εμφάνισαν μειωμένες αποδόσεις σε σχέση με την προηγούμενη (και, εν γένει τις προηγούμενες χρονιές) με εξαιρέσεις τις αναπτυσσόμενες αγορές της Ασίας και τις αγορές των χωρών του Ειρηνικού, με τη Σιγκαπούρη να οδηγεί την κατάταξη όλων των χωρών και να αυξάνει και το ποσοστό, συνολικά, της ευρύτερης περιοχής. Παρακάτω, στο κεφάλαιο με την πορεία των REITs παγκοσμίως, θα δοθούν και περισσότερες πληροφορίες.

9.2.2/. Οι συνολικές αποδόσεις

Η Σιγκαπούρη, όπως ειπώθηκε παραπάνω, όπως θα αναλυθεί παρακάτω αλλά όπως φαίνεται και στο διάγραμμα, είναι η πρώτη στην κατάταξη με τις συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις για το 2007.

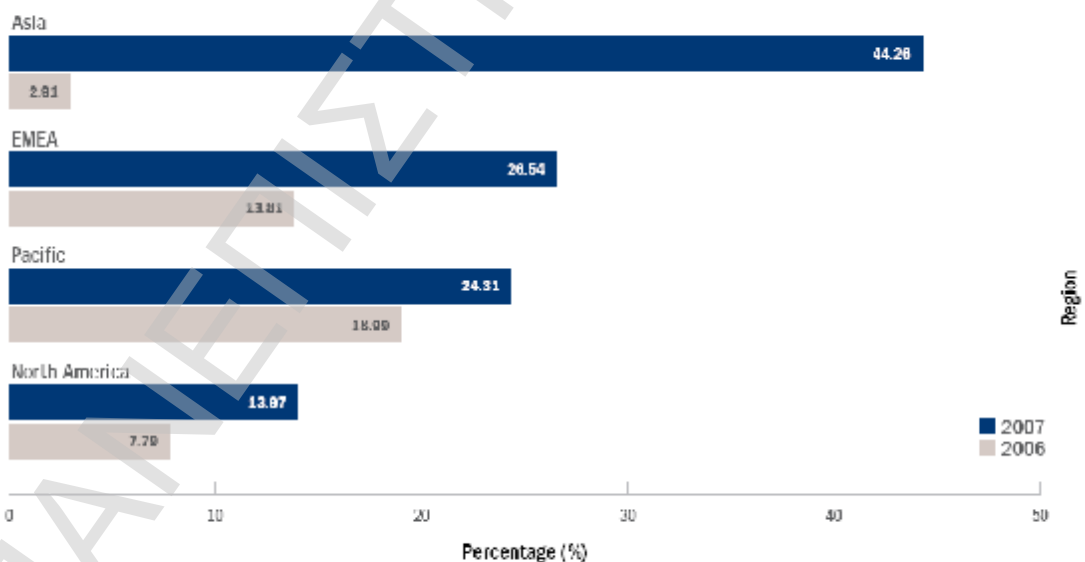
Total Rate of Return - One year to 30 June 2007



Διάγραμμα 9.3: Οι συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις ανά REIT χώρα για το 2007

...και σε σύγκριση με το 2006

Total Rate of Return - One year to 30 June 2007

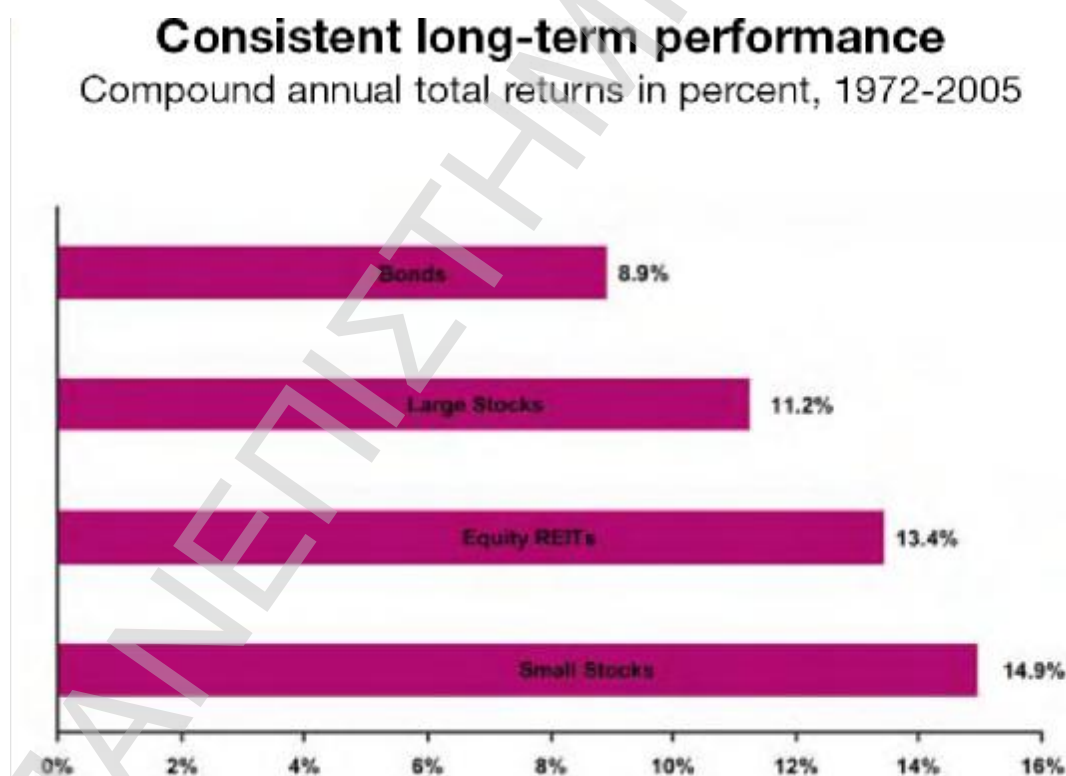


Διάγραμμα 9.4: Οι συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις για τα έτη 2006 και 2007 ανά ήπειρο

Από το παραπάνω διάγραμμα προκύπτει ότι το 2007 ήταν καλύτερη χρονιά όσον αφορά στις συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις, με τη μεγαλύτερη αύξηση να σημειώνεται στις αναπτυσσόμενες αγορές της Ασίας.

9.3/. Διαφοροποίηση

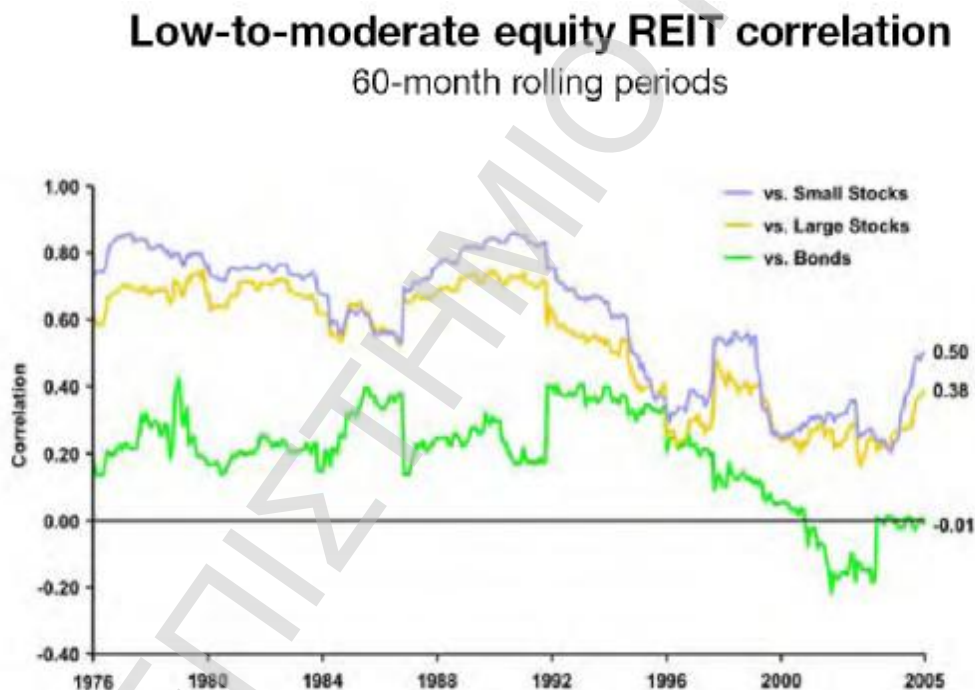
Ξεκινώντας με τη λογική της επένδυσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, η μοντέρνα θεωρία του χαρτοφυλακίου επισημαίνει ότι κάθε επένδυση θα πρέπει να επιδεικνύει χαρακτηριστικά αποδόσεων που θα διαφέρουν από αυτά άλλων επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδύσεις θα πρέπει να προσφέρουν ανταγωνιστικές αποδόσεις με την πάροδο του χρόνου. Η αυτοσυσχέτιση των αποδόσεων των επενδύσεων είναι ένα άλλο στοιχείο που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την επιλογή επενδύσεων για ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Διαφοροποιώντας, δε, μεταξύ τέτοιων επενδύσεων θα πρέπει να αποφέρει τον ελάχιστο κίνδυνο χαρτοφυλακίου για όλα τα επίπεδα αποδόσεων αυτού.



Διάγραμμα 9.5: Οι συνολικές ετησιοποιημένες αποδόσεις για τα διάφορα είδη των επενδύσεων

Οι αποδόσεις των REITs είναι ανταγωνιστικές με αυτές άλλου τύπου επενδύσεων, για μεγάλους επενδυτικούς ορίζοντες. (Ibbotson Associates)

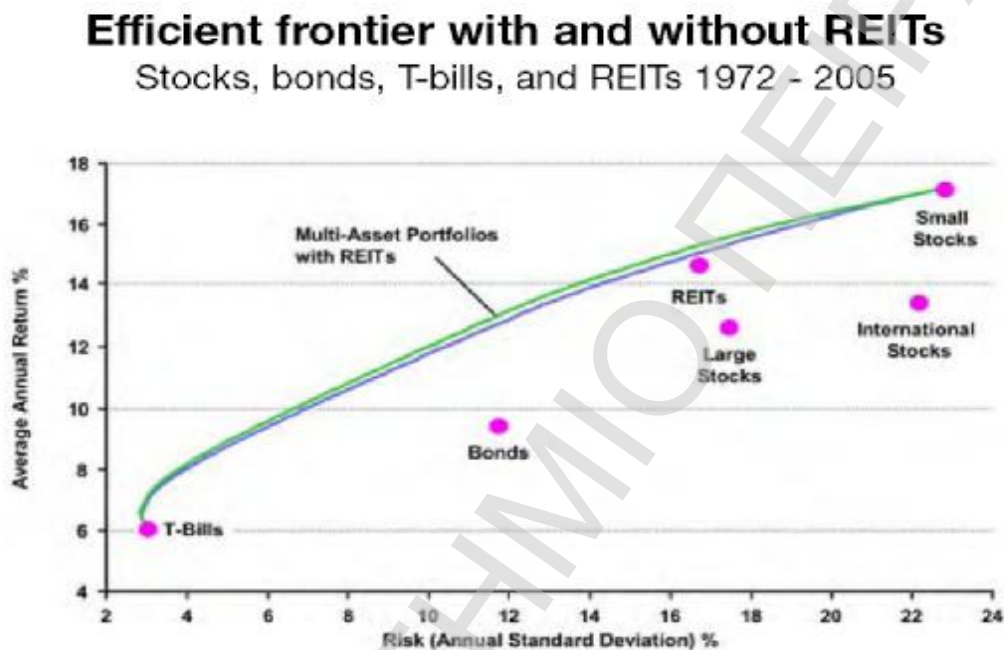
Από το 1992, η συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχικών REITs με τις αποδόσεις άλλων μετοχών και ομολόγων έχουν παραμείνει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Ειδικότερα, η μικρή έως μέτρια συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των REIT μετοχών και των αποδόσεων των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης καθιστά τις δεύτερες υποκατάστατα πολύ χαμηλότερης ισχύος σε σχέση με τις πρώτες στον τομέα που ενδιαφέρει, τη διαφοροποίηση (Ibbotson).



Διάγραμμα 9.6: Πώς κυμαίνεται η διαφοροποίηση των REITs αναφορικά με μετοχές μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης και ομόλογα

Η συσχέτιση, ως γνωστό, μετρά το βαθμό με τον οποίο οι αποδόσεις, οι προερχόμενες από διαφορετικά είδη επένδυσης, συμβαδίζουν συν τω χρόνω. Η μικρή έως μέτρια συσχέτιση επαρκεί ώστε να παρέχει τα οφέλη της διαφοροποίησης στο εκάστοτε χαρτοφυλάκιο.

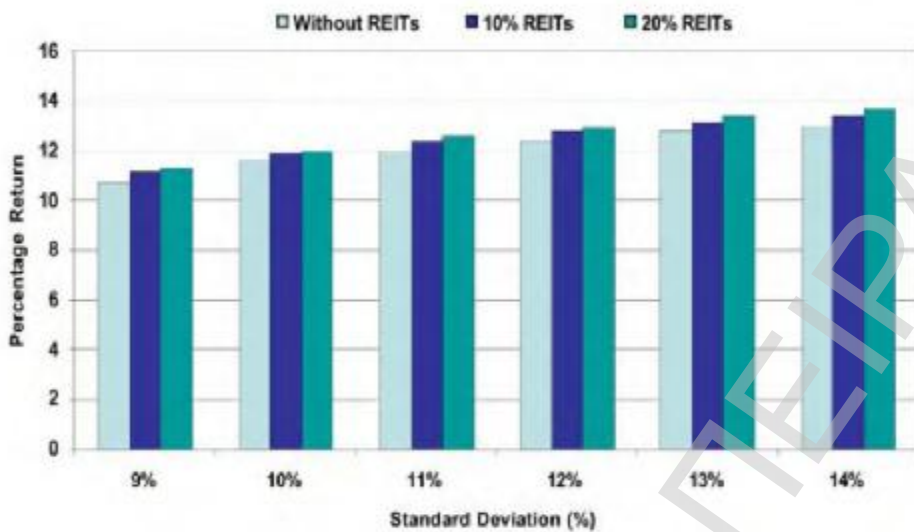
Οποτεδήποτε υπήρχαν διαθέσιμες κατανομές σε REITs, το μοντέλο κατανομής περιουσιακών στοιχείων επέλεξε τη μέγιστη δυνατή κατανομή των διαθέσιμων σε REITs ούτως ώστε να δομηθούν τα πιο αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια, παρέχοντας στον επενδυτή τους τις μεγαλύτερες δυνατές αποδόσεις για κάθε επίπεδο κινδύνου.



Διάγραμμα 9.7: Το αποτελεσματικό σύνορο με και χωρίς REITs

Τα REITs αυξάνουν το αποτελεσματικό σύνορο των χαρτοφυλακίων πολλαπλών περιουσιακών στοιχείων, κερδίζοντας, έτσι, επάξια μία θέση στα έξυπνα δομημένα χαρτοφυλάκια των επενδυτών. Στο παραπάνω διάγραμμα, τα REITs βρίσκονται σε σημείο όπου, δοθέντος του κινδύνου, οι αποδόσεις είναι ικανοποιητικές και σαφώς προτιμότερες από αυτές άλλων επενδύσεων.

Efficient portfolios performance summary Average return per level of standard deviation, 1972-2005



Διάγραμμα 9.8: Η αποδοτικότητα των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων εν συντομία

Οι επενδυτές μπορούν να βελτιώσουν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους με το να επενδύσουν σε REITs, αφού τα δεύτερα βελτίωσαν τις αποδόσεις σε κάθε επίπεδο κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

Η παραπάνω ανάλυση επεκτείνεται ώστε να περιληφθούν επιπλέον κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, που δεν είχαν προηγουμένως ληφθεί υπόψη, όπως μετοχές μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης, μετοχές αναδυόμενων αγορών, ομόλογα υψηλών αποδόσεων αλλά και εταιρικά ομόλογα που βρίσκονται υψηλά στις προτιμήσεις των επενδυτών. Σε όλες τις περιπτώσεις, τα REITs συγκαταλέγονταν στα πιο αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια των υψηλότερων αποδόσεων στο μικρότερο δυνατό κίνδυνο, αποδεικνύοντας, έτσι, ότι αυτές οι άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων δεν αποτελούν τόσο ουσιαστικά υποκατάστατα διαφοροποίησης όσο τα REITs.

Efficient portfolios including REITs

Constrained optimization, 1972-2005

	Portfolio					
	1	2	3	4	5	6
Small Stocks	10%	19%	20%	20%	20%	20%
Large Stocks	0%	0%	0%	6%	17%	26%
Bonds	43%	33%	39%	34%	23%	14%
International Stocks	12%	13%	17%	20%	20%	20%
T-Bills	15%	15%	4%	0%	0%	0%
REITs	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Average Return	11.3%	12.0%	12.6%	13.0%	13.4%	13.7%
Standard Deviation	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%

Max Constraints—Small Stocks 20%; Large Stocks 60%; Bonds 50%; International Stocks 20%; T-Bills 15%; REITs 20%.
Min Constraints—Bonds 5%.

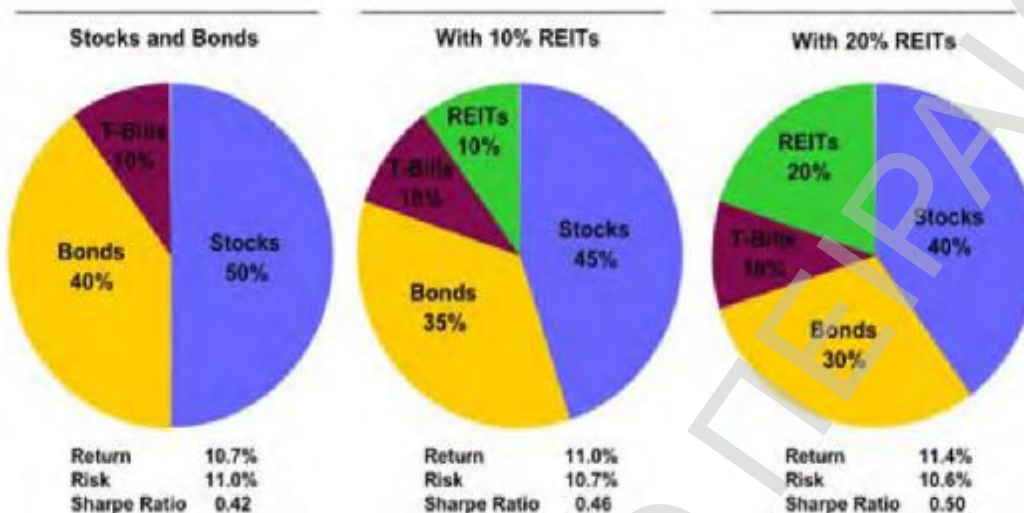
Πίνακας 9.1: Τα αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν και τα REITs

Καθ' όλο το φάσμα κινδύνου και απόδοσης του χαρτοφυλακίου κινδύνου τα REITs χρησιμοποιούνται για να στηρίξουν τα χαρτοφυλάκια με τις μεγαλύτερες αποδόσεις.

Για να φανούν αναλυτικότερα τα οφέλη των REITs, δημιουργήθηκαν (Ibbotson) δύο σετ δειγματικών χαρτοφυλακίων: ένα σετ το οποίο περιλαμβάνει χαρτοφυλάκιο με μετοχές, ομολογίες και μετρητά και αντιπροσωπεύει τον επενδυτή που τείνει να χρησιμοποιεί μετοχές και ομολογίες για να διαφοροποιήσει και ένα άλλο σετ το οποίο περιλαμβάνει χαρτοφυλάκιο αποκλειστικά με ομολογίες και μετρητά και αντιπροσωπεύει εκείνον τον επενδυτή που τείνει να έχει σταθερό εισόδημα. Τα διαγράμματα που ακολουθούν παρέχουν παραστατικότερα τις παραπάνω πληροφορίες.

Potential to reduce risk and increase return

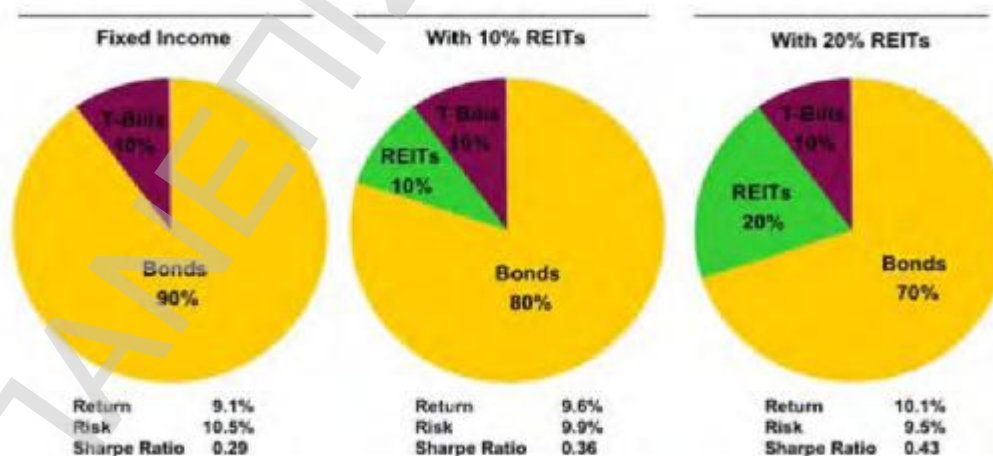
Stock and bond investors, 1972-2005



Διάγραμμα 9.9: Δυνατότητα μείωσης του κινδύνου και αύξησης της απόδοσης για τους επενδυτές σε μετοχές και ομολογίες

Potential to reduce risk and increase return

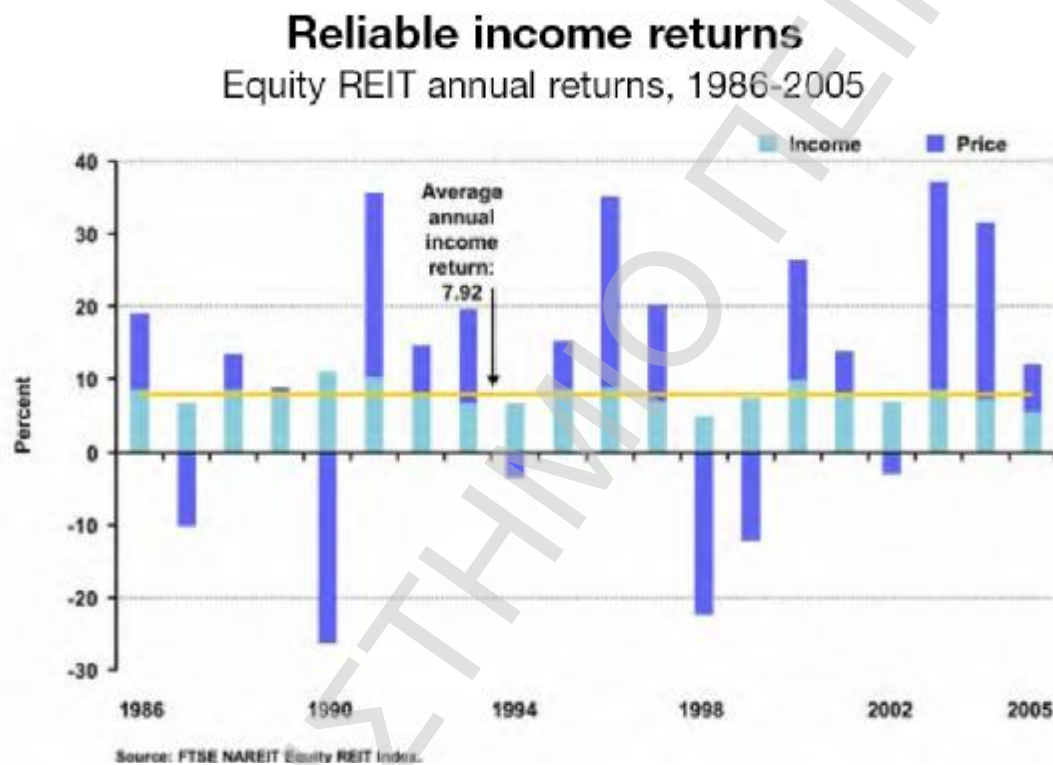
Fixed-income investors, 1972-2005



Διάγραμμα 9.10 : Δυνατότητα μείωσης του κινδύνου και αύξησης της απόδοσης για τους επενδυτές σταθερού εισοδήματος

Όπως προκύπτει και από τα δύο παραπάνω διαγράμματα, επενδύοντας είτε 10% είτε 20%, η συνολική απόδοση των χαρτοφυλακίων αυξήθηκε ενώ μειώθηκε ο συνολικός τους κίνδυνος (και στις δύο περιπτώσεις ποσοστών – με ελαφρώς διαφοροποιημένα αποτελέσματα και εμφανώς καλύτερα στη δεύτερη περίπτωση).

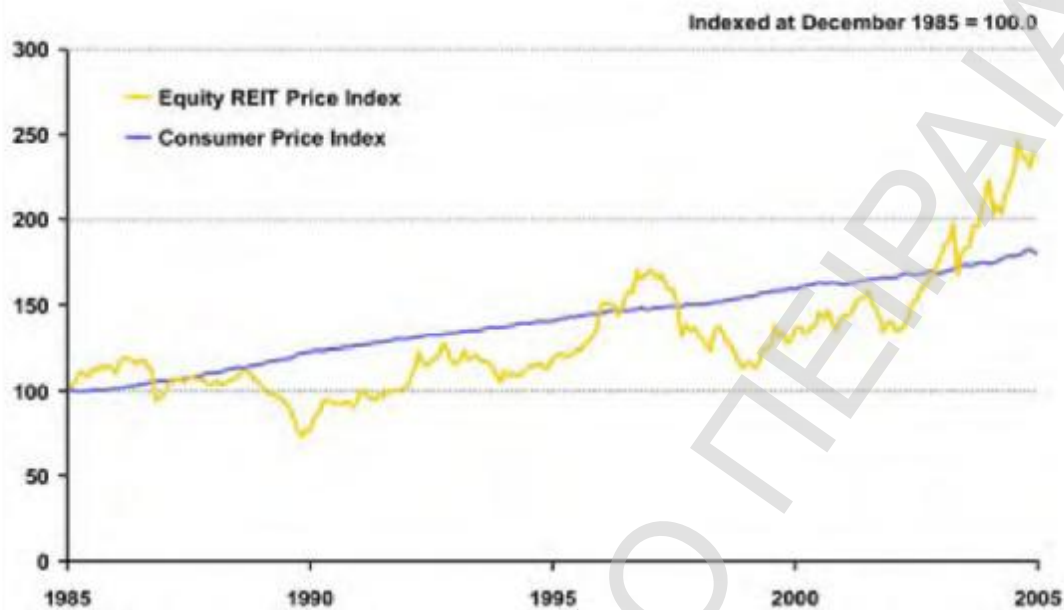
(Ibbotson) Η ανάλυση εστίασε σε δύο βασικές πλευρές των αποδόσεων των REITs: στο ουσιαστικό τρέχον εισόδημα και στη μετριοπαθή, μακροπρόθεσμη ανατίμηση η οποία και προφυλάσσει τους επενδυτές από τον πληθωρισμό όταν πρόκειται για μεγάλης διάρκειας επενδυτικούς ορίζοντες.



Διάγραμμα 9.11: Αξιόπιστες αποδόσεις εισοδήματος οι οποίες και προέρχονται από τα μετοχικά REITs

Κατά τα τελευταία είκοσι χρόνια, περίπου 7,9 ποσοστιαίες μονάδες από το 13,5% που αντιστοιχεί στη μέση ετήσια συνολική απόδοση του δείκτη FTSE NAREIT Equity REIT προήρθε από μερίσματα, παράγοντας ένα υψηλό επίπεδο αξιόπιστου εισοδήματος μέσα από όλες τις καταστάσεις της αγοράς. Μακροπρόθεσμα, περίπου το 60% των συνολικών αποδόσεων των REITs έχουν προέρθει από εισόδημα μέσω μερισμάτων.

Equity REIT price index versus CPI Monthly, 1985-2005



Διάγραμμα 9.12: Ο δείκτης τιμών των μετοχικών REIT σε σύγκριση με το δείκτη τιμών του καταναλωτή

Πέραν του εισοδήματος, το ισοζύγιο των συνολικών αποδόσεων των REITs προέρχεται από τη μακροπρόθεσμη αύξηση της τιμής των REIT μετοχών τις οποίες κατέχει κάποιος επενδυτής. Κατά την τελευταία εικοσαετία, οι τιμές των REIT μετοχών έχουν κάτι παραπάνω κρατηθεί και συμβαδίζει με το δείκτη των τιμών του καταναλωτή (CPI). Και αφού ο δεύτερος αποτελεί σύνηθες μέτρο των αλλαγών στο κόστος ζωής, οι REIT μετοχές μπορούν κάλλιστα να προστατέψουν τον επενδυτή από τη διαβρωτική επίδραση των αυξήσεων των τιμών, ήτοι του πληθωρισμού.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 10ο:

Η κατάσταση και οι προοπτικές των REITs παγκοσμίως

10/. Απολογισμός 2007

Αν και το τοπίο των REITs έχει υποστεί κάποιους κλυδωνισμούς μέσα στο 2007, εντούτοις θεωρείται από τους επενδυτές μία ελκυστική ευκαιρία. Αν και κάποιες περιοχές έχουν προοδεύσει ταχύτερα από άλλες, η αγορά των REITs παγκοσμίως έχει αναπτυχθεί σε όλους τους τομείς και απέναντι σε κάθε δείκτη όπως η κεφαλαιοποίηση της αγοράς, ο όγκος συναλλαγών μέσα στο χρόνο και οι συνολικές αποδόσεις.

Η παγκόσμια αγορά των REITs ανήρθε στο ποσό των 764 δισεκατομμυρίων αμερικάνικων δολαρίων ως προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση. Ο περσινός απολογισμός έδινε για το ίδιο μέγεθος το ποσό των 608 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Ασία επηρέασε κατά πολύ για αυτήν την ανάπτυξη και, μαζί με το Ηνωμένο Βασίλειο που εισήλθε στην αγορά των REITs μέσα στο 2007, κατάφεραν πολλά περισσότερα από το να αντισταθμίσουν απλά την οποιαδήποτε συστολή στον τομέα αυτό.

Δεδομένου του περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων σε όλες τις χώρες που θα αναπτυχθούν (με την εξαίρεση της Τουρκίας) δε θα αποτελέσει έκπληξη το γεγονός να αυξηθούν τα επίπεδα χρέους στα REITs παγκοσμίως.

10.1/. 2007 – Καθαροί νικητές και ηττημένοι

Ασία: the new REIT tiger

Οι αγορές των REITs σε όλες τις περιοχές της Ασίας γνώρισαν πολύ καλές αποδόσεις, ιδίως στις τιμές των μετοχών, στις συνολικές αποδόσεις και στα μερίσματα - παρατηρήθηκε σημαντική βελτίωση σε σχέση με το 2006. Είναι γεγονός ότι τρεις από τις πέντε χώρες και αγορές με τις μεγαλύτερες συνολικές αποδόσεις ήταν ασιατικές. Ο συνολικός αριθμός των REITs αυξήθηκε περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη περιοχή .

Το ελκυστικό κανονιστικό – νομοθετικό περιβάλλον της Σιγκαπούρης συνετέλεσε ώστε να φτάσει η χώρα την πρώτη θέση στην κατάταξη, με ταχεία ανάπτυξη και εξαιρετικές συνολικές αποδόσεις.

Η αγορά της Ιαπωνίας έχει ενισχυθεί από αυξημένη δραστηριότητα στην αγορά των μετοχών και από ξένους επενδυτές οι οποίοι φαίνεται να επέδειξαν υπερβάλλοντα ζήλο για την ακίνητη περιουσία της χώρας κατά τη διάρκεια της χρονιάς που πέρασε.

Παρά το μικρό της μέγεθος, η αγορά REIT της Νότιας Κορέας κατάφερε να επιτύχει εντυπωσιακές τιμές μετοχών και μερίσματα εξαιτίας τόσο των αυξανόμενων ενοικιάσεων χώρων που προορίζονταν για γραφεία όσο και των αυξανόμενων επιπέδων χρέους.

Βόρεια Αμερική: μία αγορά που καθώς ωριμάζει, διαστέλλεται και αναδιατάσσεται

Η Βόρεια Αμερική γνώρισε μία σημαντική μείωση στον αριθμό των REITs, καθώς οι ιδιωτικές συμφωνίες σχετικά με τις συναλλαγές ιδιοκτησίας κατάφεραν να βγάλουν τις εταιρείες επένδυσης σε ακίνητη περιουσία εκτός του καταλόγου εισηγμένων εταιρειών σε ΗΠΑ και Καναδά. Γενικότερα, τα REITs στις ΗΠΑ είχαν χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τα υπόλοιπα REITs παγκοσμίως και οι αποδόσεις αυτές ήταν χαμηλότερες από τις αποδόσεις των υπόλοιπων δεικτών, ακόμα χαμηλότερες και από τις αποδόσεις επενδύσεων που φημίζονται για χαμηλές αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο, όπως τα δεκαετή Treasury bonds.

Χώρες και Περιοχές

Η αναφορά του 2007 καλύπτει τις παρακάτω τέσσερις περιοχές καθώς και τις δεκαπέντε χώρες που βρίσκονται σε αυτές τις περιοχές.

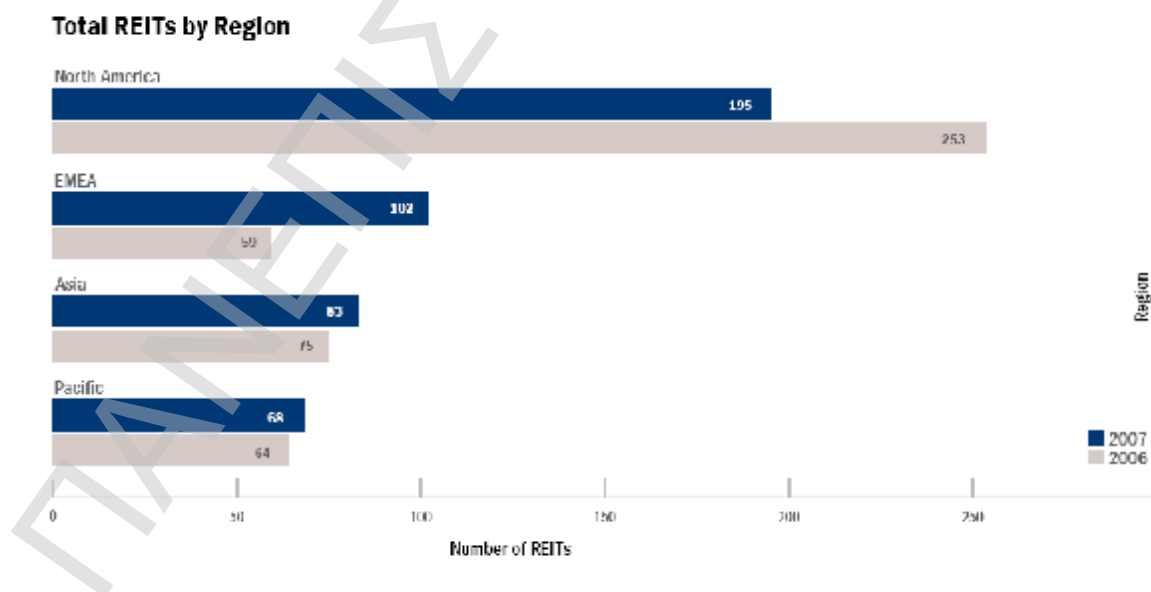
<u>ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΠΕΡΙΟΧΗ</u>	<u>ΧΩΡΑ</u>
ΒΟΡΕΙΑ ΑΜΕΡΙΚΗ	ΗΠΑ ΚΑΝΑΔΑΣ
ΕΥΡΩΠΗ, ΜΕΣΗ ΑΝΑΤΟΛΗ, ΑΦΡΙΚΗ (ΕΜΑΑ)	ΓΑΛΛΙΑ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ ΒΕΛΓΙΟ ΤΟΥΡΚΙΑ ΓΕΡΜΑΝΙΑ ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ
ΕΙΡΗΝΙΚΟΣ	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ
ΑΣΙΑ	ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ ΙΑΠΩΝΙΑ ΜΑΛΑΙΣΙΑ ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ

10.2/. Η αγορά των REITs παγκοσμίως για το 2007

Τα επόμενα δύο διαγράμματα συνοψίζουν τη θέση στην παγκόσμια κατάταξη των εισηγμένων εταιρειών επένδυσης σε ακίνητη περιουσία στις 30 Ιουνίου του 2007. Η ανάλυση κατά περιοχή δίνει έμφαση στις αλλαγές σε έναν αριθμό REITs από τις 30 Ιουνίου του 2006. Το σχεδιάγραμμα ανά χώρα δίνει το συνολικό αριθμό των REITs ανά χώρα.

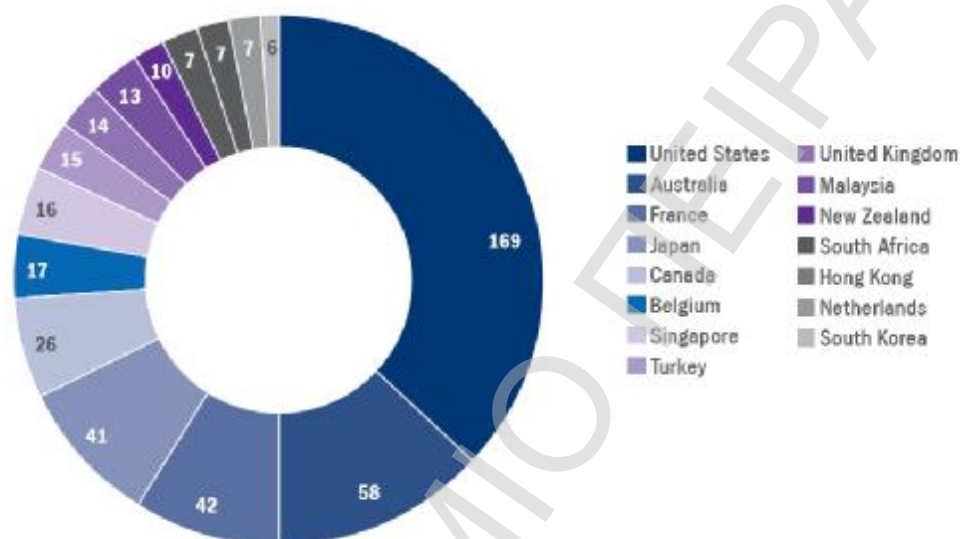
Παρατηρείται ότι:

- Ο κυριότερος λόγος ανάπτυξης σε έναν αριθμό REITs στις περιοχές των EMEA (Ευρώπη – Μέση Ανατολή – Αφρική) είναι η προσθήκη του Ηνωμένου Βασιλείου και της Τουρκίας μέσα στο έτος.
- Άλλες περιοχές περιλαμβάνουν τις ίδιες χώρες με το προηγούμενο έτος για αυτό και η ανάπτυξή τους ή η συστολή τους αντανακλά ευκρινέστερα τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές των περιοχών αυτών.
- Η Βόρεια Αμερική κυρίως γνώρισε σημαντική μείωση στον αριθμό των REITs, αφού ιδιωτικές συμφωνίες σχετικές με συναλλαγή ιδιοκτησίας συνέβησαν αρκετές μέσα στο 2007 που είχαν σαν αποτέλεσμα των παραγκωνισμό των REITs από τις εταιρείες που υπάρχουν στην κατάταξη της αγοράς.



Διάγραμμα 10.1: Ο συνολικός αριθμός των REITs ανά περιοχή

Total Number of REITs by Country, 2007



Διάγραμμα 10.2: Ο συνολικός αριθμός REITs ανά χώρα

10.2.2/. Θα υιοθετήσουν τα REITs στο άμεσο μέλλον:

Η Γερμανία υιοθέτησε το καθεστώς των REITs και η Ιταλία βρίσκεται στη διαδικασία του να πράξει το ίδιο. Οι Φιλιππίνες είναι πολύ κοντά στο να υιοθετήσουν ένα παρόμοιο καθεστώς. Τον Αύγουστο του 2007 εξάλλου, η Πράξη των REITs του 2007, ή Senate Bill 93 όπως λεγόταν, καθώς επίσης και συγκεκριμένες συστατικές που αφορούσαν στην αγορά των REITs, διατυπώθηκαν στη Σύγκλητο στη Μανίλα. Η Πράξη περιείχε φορολογικά κίνητρα, περιλαμβάνοντας την εξαίρεση από τη φορολογία, για τις προνομιούχες εταιρείες REIT. Η Πράξη πρότεινε επίσης την εξαίρεση από τη φορολογία της μεταβίβασης περιουσιακών στοιχείων στα κατάλληλα REITs.

Η Πράξη προϋποθέτει να είναι τα REITs εισηγμένα και να διανέμουν τουλάχιστον το 95% των κερδών τους ως μερίσματα. Η δομή στις Φιλιππίνες θα είναι αυτή μίας εταιρείας, με την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης να έχει υπό την κατοχή της, και ενίοτε να χειρίζεται, ακίνητη περιουσία που παράγει εισόδημα. Θα υπάρχουν και

περιορισμοί πάνω στα είδη των περιουσιακών στοιχείων ακίνητης περιουσίας που θα μπορεί να ελέγχει μία εταιρεία REIT.

10.3/. Κριτική

Βόρεια Αμερική

10.3.1/. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Σχετικά χαμηλές αποδόσεις στις 30 Ιουνίου του 2007.

Η συνολική ετήσια απόδοση των ΗΠΑ είναι 11,86%, η δεύτερη χαμηλότερη σε όλες τις 15 χώρες που αναφέρονται. Η συνολική απόδοση για την τριετία κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα, με ένα μέσο όρο στο 16,09%. Παρόλα αυτά και το νούμερο αυτό αποτελεί το τέταρτο χαμηλότερο από όλες τις χώρες που διαθέτουν εταιρείες επένδυσης ακίνητης περιουσίας για το χρονικό διάστημα της τριετίας.

Μόνο η βελτιωμένη απόδοση κατά τους πρώτους έξι μήνες του χρόνου κατάφερε να πετύχει αυτό το επίπεδο ανάπτυξης. Οι αποδόσεις μειώθηκαν (λόγω πτώσης στις τιμές των μετοχών) στο 4% για τους επτά μήνες έως την 30^η Ιουνίου του 2007. Κατά τη διάρκεια αυτής της πιο πρόσφατης περιόδου οι μετοχές των REITs των ΗΠΑ υπολείπονταν σε αξία τις μετοχές των υπόλοιπων δεικτών, όπως των NASDAQ, S&P500 και Russell 2000.

Αυτή η υποεπίδοση είναι ιδιαίτερα σημαντική δεδομένου ότι τα REITs στις ΗΠΑ (αλλά και σε άλλες χώρες) ξεπερνούσαν σε αποδόσεις τις υπόλοιπες αγορές ιδιοκτησίας επί επτά συναπτά έτη. Επιπλέον, τα REITs στις ΗΠΑ για το διάστημα Ιανουάριος 2007 έως Ιούνιος 2007 έμειναν πίσω σε όρους απόδοσης και από άλλες επενδύσεις, γνωστές για την ασφάλεια που προσφέρουν με αντάλλαγμα χαμηλές αποδόσεις, όπως είναι τα δεκαετή ομόλογα (10 –year Treasury bond) καθώς και του δείκτη S&P Electric Utilities.

Η ατομική ιδιοκτησία και οι κανονισμοί προκαλούν πτώση στον αριθμό των εισηγμένων REITs.

Ο αριθμός των εισηγμένων REITs στις ΗΠΑ έχει μειωθεί μέσα στο 2007, σε 169 από 220 που ήταν την προηγούμενη χρονιά ως αποτέλεσμα δύο κυρίως παραγόντων:

- Η επιρροή της ατομικής ιδιοκτησίας στο να κοστολογηθούν αποτελεσματικά μεγάλα τμήματα της αγοράς των REITs μέσα στη χρονιά. Στην επερχόμενη πιστωτική κρίση των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, η τάση αυτή, αν και συνεχίζει να υφίσταται, δεν είναι και επικρατούσα. Δε θα υπάρχει, εξάλλου, τόση διαθεσιμότητα εταιρειών REIT που θα είναι στόχοι αυτής της δραστηριότητας της ιδιωτικοποίησης.
- Η επίδραση της νομοθεσίας στις ΗΠΑ (Sarbaney – Oxley). Τα καθήκοντα για την ένταξη σε αυτό το καθεστώς δεν είχαν υπάρξει ποτέ πιο βαριά. Αναμφισβήτητα, η αγορά είχε ανάγκη αυτό το επίπεδο των κανονισμών και τα επισυναπτόμενα κυβερνητικά μέτρα. Παρόλα αυτά, είναι ο κύριος λόγος για

έναν αριθμό εισηγμένων REIs να ιδιωτικοποιηθούν και ένας παράγοντας για τα λιγότερα νέα REITs να εισαχθούν.

Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών αντισταθμίζει την πίεση προς τα κάτω στις τιμές

Η σχετικά κακή επίδοση των REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας τα άφησε πιο ευάλωτα στις διάφορες δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών, κάτι που εξηγεί περαιτέρω την κίνηση των αριθμών και την κεφαλαιοποίηση της αγοράς μέσα στη χρονιά. Η συνολική κεφαλαιοποίησή τους ανήρθε στα 395 δισεκατομμύρια δολάρια στις 30 Ιουνίου του 2006, ενώ ένα χρόνο μετά το ίδιο μέγεθος έπεσε στα 382 δισεκατομμύρια δολάρια, παρόλη τη θετική κίνηση της συνολικής απόδοσης στο 11,86%.

Και ενώ η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει σπρώξει προς τα κάτω τον αριθμό των REITs και τη συνολική τους κεφαλαιοποίηση, η ίδια δραστηριότητα βοηθά στο να σπρώξει προς τα πάνω τις τιμές. Η αλήθεια είναι ότι για το έτος 2007 η δραστηριότητα ήταν ιδιαίτερα έντονη και μάλιστα συνετέλεσε στο να αντισταθμίσει τη, διαφορετικά, πτωτική πίεση στις τιμές των REITs. Ο τομέας των γραφειακών χώρων παραμένει ο κύριος τομέας της δραστηριότητας, αν και οι δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών επεκτείνονται και σε άλλους τομείς (REITs κατοικίας, λιανικής).

Παρόλα αυτά οι τιμές της περιουσίας παραμένουν υψηλές

Παρόλη τη διακύμανση και τις πιέσεις στις τιμές στην αγορά των REITs, οι τιμές σε οποιαδήποτε μορφή περιουσίας παραμένουν υψηλές, με χαμηλούς συντελεστές προεξόφλησης και περαιτέρω συστολή έως και τις 30 Ιουνίου του έτους. Για να επηρεαστούν θετικά οι τιμές της περιουσίας, απαιτούνται ροές κεφαλαίου σε ακίνητη περιουσία, που θα προκληθούν εν μέρει από χαμηλά επιτόκια και άμεσα διαθέσιμο κεφάλαιο.

Προοπτικές για το μέλλον

Το μέλλον για τα REITs των ΗΠΑ φαντάζει κάπως μουντό. Από τις 30 Ιουνίου του 2007, η αδυναμία στις αγορές χρέους ακίνητης περιουσίας (κυρίως στην αγορά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας που έχει επηρεάσει και τον ευρύτερο τομέα) συνεχίζει να ασκεί πτωτική τάση στις τιμές των REITs. Επιπλέον πίεση θα γίνει αντιληπτή καθώς το επιτόκιο στεγαστικών δανείων θα προσαρμοστεί προς τα πάνω.

Οι ασφυκτικές αγορές χρέους και τα αυξανόμενα spreads θα επηρεάσουν και τη μοχλευμένη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και τις τιμές της περιουσίας και τους συντελεστές προεξόφλησης. Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει βοηθήσει τα εισηγμένα REITs, κάτι, όμως, που δεν αναμένεται να συνεχιστεί γιατί ο ρυθμός τους θα χαλαρώσει αρκετά εφόσον το κόστος του κεφαλαίου θα αυξάνει. Παρόμοια, στένωση στις αγορές χρέους θα επηρεάσει τελικά τις τιμές της περιουσίας, καθώς «μία πορεία προς την ποιότητα» θα ασκήσει πτωτική πίεση στις τιμές των μετοχών των REITs μέσα στην αγορά τους.

Η συνεχιζόμενη εκροή επενδύσεων και κεφαλαίων από συγκεκριμένα REITs ή αμοιβαία, καθώς οι επενδυτές που αναζητούν πάντα καλύτερες και προσφορότερες

ευκαιρίες, θα ασκήσει πίεση στις τιμές των μετοχών βραχυπρόθεσμα. Οι εισροές κεφαλαίου θα αντισταθμίσουν κάπως την αρνητική επίδραση, αλλά δεν αναμένονται τόσο μεγάλες και επιπλέον τέτοιου είδους επενδυτές εξαρτώνται κυρίως από το δανεισμό και έχουν πρόσβαση σε φτηνό κεφάλαιο, οπότε και η όποια θετική επίδραση θα εξανεμιστεί γρήγορα σχετικά.

Όμως, οι πρόσφατες κινήσεις από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ να περικόψει τα επιτόκια (πράγμα το οποίο οδήγησε το αμερικάνικο δολάριο σε ιστορικά χαμηλά συγκριτικά με τα άλλα νομίσματα) βοήθησαν τους τομείς της βιομηχανίας, λιανικής, εμπορίου αλλά έκαναν τα νοικοκυριά να υποφέρουν όπως συνήθως συμβαίνει σε τέτοιο περιβάλλον. Χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού και ευνοϊκές συνθήκες επένδυσης στην ενδοχώρα ίσως και να υποστυλώσουν τις τιμές στο άμεσο μέλλον.

10.3.2/. Καναδάς

Η ιδιωτικοποίηση μειώνει τον αριθμό των REITs

Ο αριθμός των εισηγμένων REITs έχει μειωθεί και στον Καναδά, όπως και στις ΗΠΑ, κατά τους τελευταίους δώδεκα μήνες που καλύπτονται στην αναφορά. Στις 30 Ιουνίου του 2007 υπήρχαν 26 REITs στον Καναδά (CREITs όπως ονομάζονται εν συντομία) σε σύγκριση με 33 που υπήρχαν δώδεκα μήνες πριν. Αυτό οφείλεται, για άλλη μία φορά, στην τάση για ιδιωτικοποίηση και σε αυτή τη χώρα με τα ταμεία και τους offshore θεσμικούς επενδυτές να επενδύουν στην αγορά των CREITs. Η μείωση του αριθμού τους κυρίως μέσω ιδιωτικοποίησης έχει συνεισφέρει σε μία μετριοπαθή αύξηση στη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς, που ανέρχεται πλέον στα 25 δισεκατομμύρια (αμερικάνικα) δολάρια, από 23 δισεκατομμύρια που ήταν πέρσι.

Οι αποδόσεις είναι ελκυστικές για τη μέσου – εύρους διακύμανση

Για δύο χρόνια, τα μερίσματα που έδιναν τα CREITs, είχαν παραμείνει από τα πιο ελκυστικά, με υψηλότερη απόδοση στο 6,54%. Ο Καναδάς απολαμβάνει μεγαλύτερες αποδόσεις από τις γειτονικές ΗΠΑ (που κυμαίνονται στο 5,71%). Επίσης, βρίσκεται στο μέσο της κατάταξης σε όρους διακύμανσης με χαμηλότερο, όμως, beta στο 0,60% (στις ΗΠΑ είναι αντίστοιχα 0,96%).

Σε όρους συνολικής απόδοσης τα CREITs βρίσκονται στο μέσο του πεδίου. Οι ετήσιες αποδόσεις άγγιξαν το 25,98%, πράγμα που τα τοποθέτησε στην έβδομη σειρά της κατάταξης. Οι αποδόσεις τριών ετών έως τις 30 Ιουνίου του 2007 είχαν μέσο όρο στο 23,85%, που ήταν και ο όγδοος υψηλότερος συγκριτικά με τις αποδόσεις των REITs των υπολοίπων χωρών που θα αναλυθούν παρακάτω.

Προοπτικές για το μέλλον

Βλέποντας μπροστά, η τάση για ιδιωτικοποίηση αναμένεται να συνεχιστεί, όχι όμως και να κορυφωθεί, για λόγους παρόμοιους με αυτούς που ισχύουν και για τις ΗΠΑ (δηλαδή, αύξηση στο κόστος κεφαλαίου και στένωση στις αγορές χρέους). Περαιτέρω, υπάρχουν κάποιες αλλαγές στη φορολογία οι οποίες πιθανώς να ωθήσουν

πολλά CREITs, αν όχι να ιδιωτικοποιηθούν, τουλάχιστον να αναθεωρήσουν και να αλλάξουν τη δομή τους και τις δραστηριότητες των επιχειρήσεών τους.

Ευρώπη, Μέση Ανατολή και Αφρική

10.3.3/. Ηνωμένο Βασίλειο

Τα REITs πρωτοσυστάθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο τον Ιανουάριο του 2007 και είναι η πρώτη φορά που περιλαμβάνονται σε αναφορά. Σχεδόν όλα τα REITs της χώρας ήταν αρχικά εταιρείες ιδιοκτησίας που μετασχηματίστηκαν σε REITs υπό τη νέα νομοθεσία που άρχισε να ισχύει την 1^η Ιανουαρίου του 2007. Επομένως, τα αποτελέσματα της αναφοράς είναι ένας συνδυασμός: έξι μηνών ως προ – REIT εταιρείες και έξι μηνών ως την κανονική μορφή των REITs. Λαμβάνοντας υπόψη το υβριδικό αυτό αποτέλεσμα, κρίνεται χρήσιμη και ενδιαφέρουσα μία τέτοια ανάλυση καθώς και η σύγκρισή της με τις υπόλοιπες αγορές των REITs παγκοσμίως.

Τα REITs εμπορεύονται σε χαμηλότερες τιμές προς το παρόν

Στην πορεία για τη μετατροπή σε REITs, οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων βρετανικών εταιρειών ιδιοκτησίας αυξήθηκαν σημαντικά, σε τέτοιο βαθμό ώστε όλες να εμπορεύονται στις, ή και πάνω από τις, καθαρές τους αξίες. Όμως, μετά τη σύσταση των REITs την 1^η Ιανουαρίου του έτους, οι τιμές έχουν μειωθεί σημαντικά.

Αν και δεν υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με την «έκπτωση της τιμής αγοράς ως προς την καθαρή αξία», μπορεί να ειπωθεί ότι, προς το παρόν, τα βρετανικά REITs εμπορεύονται σε έκπτωση σε σχέση με την καθαρή τους αξία. Η έκπτωση αυτή κυμαίνεται μεταξύ 10% και 20%. Κάτι τέτοιο παρατηρείται σπάνια στις αγορές των REITs παγκοσμίως.

Όλες οι υπόλοιπες αγορές των REITs εμπορεύονται σε premium σε σχέση με την καθαρή αξία των μετοχών τους (εξαιρείται το Χονγκ Κονγκ) ενώ υπάρχουν και αρκετές χώρες όπου το ποσοστό premium αυτό είναι σημαντικό. Δεδομένης της επίδρασης των REITs παγκοσμίως (θεωρούμενα ως σύνολο) σε κάθε χώρα ατομικά, τα βρετανικά REITs πιθανώς να μετακινηθούν σύμφωνα με αυτά των άλλων χωρών στο βραχυπρόθεσμο ή και μεσοπρόθεσμο μέλλον.

Μόνο έξι μήνες εμπορευσιμότητας άνευ φορολογίας

Είναι βασικό να ληφθεί υπόψη, όταν συγκρίνονται τα βρετανικά REITs με τα REITs και τα καθεστώτα αυτών που ανήκουν στις υπόλοιπες χώρες, το ότι τα κέρδη στις βρετανικές ανώνυμες εταιρείες επένδυσης φορολογούνταν για τους έξι πρώτους μήνες του χρόνου που εξετάζεται στην αναφορά. Αυτό εφαρμόζεται τόσο στα μερισματικά κέρδη όσο και στα κέρδη κεφαλαίου. Από την 1^η Ιανουαρίου, τα κέρδη από τα βρετανικά REITs δεν έχουν φορολογηθεί, σύμφωνα και με την πλεονεκτική δομή που διέπει το καθεστώς των REITs στις υπόλοιπες χώρες παγκοσμίως.

Αυτή η εξαίρεση από τη φορολογία εφαρμόζεται στις παθητικές ροές εισοδήματος (π.χ. εισόδημα που προέρχεται από τα ενοίκια καθώς και κέρδος που προέρχεται από την πώληση ιδιοκτησίας η οποία είχε αποκτηθεί ως επένδυση). Τα ενεργητικά μερίδια των επιχειρήσεων μέσα στα βρετανικά REITs συνεχίζουν να υπόκεινται σε

φορολογία των κερδών τους (π.χ. οι αμοιβές διαχείρισης και οι ροές εισοδήματος που προορίζονται για αμοιβές όσων προωθούν την ανάπτυξη της ιδιοκτησίας). Αυτό το δυαδικό σύστημα είναι παρόμοιο με τους κανονισμούς που ισχύουν στις ΗΠΑ (μέσω του συστήματος TRS) και στην Αυστραλία, όπου και η δαιδαλώδης δομή είναι επικρατούσα (πλήθος κανονισμών με σκοπό την εύρυθμη λειτουργία και ασφάλεια του συστήματος).

Τα μερίσματα έως τώρα δεν περιλαμβάνουν τα οφέλη από τη φορολογία

Τα μερίσματα που έχουν διανεμηθεί έως τώρα (με το πέρας του 2007) έχουν εξοφληθεί ως κέρδη προ – REITs (αναφέρεται στους έξι μήνες προσαρμογής, πριν το μετασχηματισμό). Επομένως, τα μερίσματα των REITs, δε θα περιλαμβάνουν απαραίτητα τα οφέλη που προκύπτουν από μικρή ή και μηδαμινή φορολογία. Η απόδοση των μερισμάτων είναι η απόδειξη για αυτό, αφού τα βρετανικά REITs βρίσκονται στον πάτο, κάτω από 15 χώρες που έχουν υιοθετήσει το θεσμό, σε όρους μερισματικής απόδοσης η οποία μόλις που αγγίζει το 1,82%. Η αγορά της Βρετανίας, όμως, γνωρίζει ότι οι αποδόσεις των REITs βρίσκονται πολύ χαμηλά, γι' αυτό και αναμένεται η πορεία να είναι ανοδική για τον πρώτο ολόκληρο χρόνο που τα REITs θα είναι ροές εισοδήματος χωρίς να υπόκεινται σε φορολογία.

Η διακύμανση είναι υψηλή, αλλά θα μειωθεί

Αντικατοπτρίζοντας προηγούμενες επανακάμψεις των REITs σε επιχειρήσεις και μετοχές ιδιοκτησίας, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι τα βρετανικά REITs βρίσκονται στην κορυφή των μετρήσεων διακύμανσης, με συντελεστή βήτα στο 1,11%. Αναμένεται, όμως, όπως το μέτρο αυτό παρουσιάζει κάποια μείωση μέσα στο χρόνο.

Η αγορά δεν είναι ώριμη και, ως εκ τούτου αποφέρει χαμηλές αποδόσεις

Οι πρώτοι έξι μήνες εμπορικής δραστηριότητας των REITs δεν ήταν ιδιαίτερα καλοί για τις βρετανικές εταιρείες επένδυσης σε ακίνητη περιουσία. Μέσα σε ένα χρόνο, η μονάδα μέτρησης του Υπουργείου Οικονομικών της χώρας έδωσε μόλις ένα 10,82%, τη μικρότερη συγκριτικά με κάθε άλλη χώρα. Η επίδοση αυτή δεν αποτελεί έκπληξη, δεδομένου, αφενός των κινήσεων των τιμών στα βρετανικά REITs για τους δώδεκα μήνες έως τις 30 Ιουνίου του 2007 και αφετέρου των τωρινών τιμολογήσεών τους με έκπτωση συγκριτικά με την καθαρή τους αξία. Προς μεγάλο ενδιαφέρον όμως, τα βρετανικά REITs κατάφεραν μέσα σε τρία χρόνια να φτάσουν το μέτρο στο 27,82%, νούμερο που τα κατέταξε στην πέμπτη θέση στον παγκόσμιο χάρτη των χωρών με REITs. Άρα, για δύομισι χρόνια σε κατάσταση προ – REITs, αυτές οι πρώην επιχειρήσεις ιδιοκτησίας – πρόδρομοι των σημερινών REITs, είχαν αποδόσεις καλές στη, και για τη, βρετανική αγορά, και σίγουρα καλύτερες από τις αποδόσεις άλλων χωρών και αγορών REITs οπουδήποτε στον κόσμο.

Με την αγορά REITs της Βρετανίας ακόμα σε εμβρυακή κατάσταση, θα χρειαστεί χρόνος για να ανακτηθεί (ή και να κερδηθεί) η αποδοχή που της αναλογεί στο παγκόσμιο χρηματιστήριο αξιών ακίνητης περιουσίας.

Εντυπωσιακό μέγεθος αγοράς

Σε όρους κεφαλαιοποίησης της αγοράς, το μέγεθος της αγοράς των REITs στη Βρετανία είναι εντυπωσιακό. Μετά από έξι μήνες, καινούριες εισαγωγές έχουν σπρώξει τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς στα 58 δισεκατομμύρια δολάρια. Η ανάπτυξη αυτή, που είναι σημαντική, αναμένεται να συνεχιστεί, με τη Βρετανία να

ξεπερνά, ίσως, την τωρινή της θέση ως η τέταρτη μεγαλύτερη χώρα με REITs στον κόσμο σε όρους συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

Μεγάλος όγκος συναλλαγών

Εξαιτίας του χρόνου που μεσολάβησε για να μετασηματιστούν από απλές επιχειρήσεις ιδιοκτησίας σε ανώνυμες εταιρείες επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, υπήρχε μεγάλος όγκος και δραστηριότητα συναλλαγών που αντιστοιχούσε σε κάθε εταιρεία REIT. Ο μέσος όγκος συναλλαγών για το χρόνο, για κάθε REIT, ήταν περίπου 9 δισεκατομμύρια δολάρια σε χρεόγραφα, διπλάσιος από αυτόν της πολύ μεγαλύτερης αγοράς των ΗΠΑ. Αυτός ο όγκος συναλλαγών έφερε τη Βρετανία στην πρώτη θέση σε όρους εμπορευσιμότητας της αγοράς, η οποία εμπορευσιμότητα αναφέρεται σε κάθε εταιρεία REIT.

Προοπτικές για το μέλλον

Περισσότερη διαφοροποίηση και δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών – αλλαγές στη φορολογία για να ενισχυθεί η ανάπτυξη των REITs

Το μέλλον είναι πολλά υποσχόμενο για τα βρετανικά REITs. Με λίγες αξιοσημείωτες εξαιρέσεις, η μεγάλη πλειοψηφία των βρετανικών REITs είναι μεγάλα γκρουπ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων, απαρτιζόμενα, κυρίως, από βρετανική εμπορική (γραφειακοί χώροι) ιδιοκτησία.

Μεγαλύτερη διαφοροποίηση

Αναμένεται η αγορά των REITs να διαφοροποιηθεί περισσότερο στο τρέχον διάστημα, ώστε να συμπεριλάβει REITs με έμφαση ή και ειδικότητα σε διαφορετικούς τομείς ακίνητης περιουσίας, όπως ξενοδοχεία, pubs, λιανική αλλά και κατοικίες. Ίσως να υπάρξει και περαιτέρω διαφοροποίηση με το κατάλληλο καθεστώς φορολογίας, ώστε να δώσει τη δυνατότητα στις υπάρχουσες εταιρείες REIT να αποδομήσουν τις δραστηριότητές τους σε διαφορετικές και αυτόνομες τέτοιες εταιρείες.

Η νομοθεσία θα υποστηρίξει την ανάπτυξη των REITs

Γενικά, οι αλλαγές στο καθεστώς νομοθεσίας που διέπει τα βρετανικά REITs αναμένονται να είναι μικρές, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, αφού οι αρμόδιες Αρχές θα δώσουν χρόνο στην αγορά έως ότου ενσωματώσει πλήρως τη νέα αυτή μορφή επενδύσεων. Παρόλα αυτά, αναμένεται ότι οι περαιτέρω αλλαγές που θα λάβουν χώρα μεσοπρόθεσμα, θα ενθαρρύνουν την ανάπτυξη της αγοράς των REITs στη χώρα.

Η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών πιθανότατα να αυξηθεί

Τελικά, παρατηρούνται αυξημένα επίπεδα δοσοληψιών (απόκτηση / πώληση) ιδιοκτησίας στην αγορά, με τις εταιρείες επένδυσης να αρχίζουν να χρησιμοποιούν ποικιλοτρόπως την αυξημένη αγοραστική τους δύναμη, δεδομένου ότι η φορολογία εκλείπει στον υπολογισμό συνολικών αποδόσεων.

10.3.4/. Βέλγιο

Οι υψηλοί ρυθμοί εκκενώσεων αντικατοπτρίζονται σε μέτριες αποδόσεις

Οι ρυθμοί εκκενώσεων στο Βέλγιο είναι υψηλοί σε ορισμένα REITs και αντικατοπτρίζονται σε σχετικά μέτριες αποδόσεις. Η αύξηση στις αποδόσεις από 5,49% το 2006 στο 5,73% το 2007, είναι μικρή συγκρινόμενη με τις αυξήσεις στις αποδόσεις άλλων REITs από την παγκόσμια αγορά. Εκτός από τους ρυθμούς εκκένωσης, τα βελγικά REITs (BREITs όπως λέγονται για συντομία) έχουν αυξηθεί σε όρους συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς, από τα 5 δισεκατομμύρια δολάρια στα 7 δισεκατομμύρια δολάρια.

Σημαντική δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών

Το μέσο BREIT είχε 151 εκατομμύρια δολάρια σε όγκο συναλλαγών μέσα στη χρονιά, συγκρινόμενο με τα 105 εκατομμύρια δολάρια που είχε το αμερικάνικο κατά την περσινή χρονιά. Χαρτοφυλάκια ιδιοκτησιών έχουν γίνει αντικείμενο συναλλαγής και πώλησης μεταξύ των διαχειριστών στην προσπάθειά τους να βρουν την κατάλληλη χρηματοδότηση που θα ανταμείψει τις προοπτικές τους για ανάπτυξη. Και ενώ τέτοιος όγκος συναλλαγών είναι ακόμα χαμηλός με βάση τα REITs παγκοσμίως, τα παραπάνω δεν παύουν να αποτελούν σημάδια σημαντικής και σε βάθος ανάπτυξης στην αγορά του Βελγίου.

Οι συνολικές αποδόσεις είναι σχετικά μέτριες

Όπως και το 2006, τα BREITs κατάφεραν μέτρια αποτελέσματα, βάσει και της αναφοράς για το Υπουργείο των οικονομικών της χώρας, αφού αυτά κυμάνθηκαν στο 13,44% για το 2007 (το αντίστοιχο νούμερο για την προηγούμενη χρονιά ήταν στο 6,12%). Αυτό είναι το τέταρτο χαμηλότερο από τις δεκαπέντε REIT χώρες της αναφοράς.

Προοπτικές για το μέλλον

Οι ευκαιρίες για επένδυση είναι σπάνιες και οι τιμές παραμένουν σταθερές. Προεξοφλώντας την αγορά των BREIT, οι τωρινές οικονομικές συνθήκες είναι καλές. Τα επιτόκια αυξάνουν, αλλά το κόστος του χρέους κινείται σε λογικά επίπεδα και μπορεί να διαχειρισθεί. Παρόλα αυτά, η γενική εικόνα χαρακτηρίζεται αφενός από πιθανή εξασθένηση στην αγορά ενοικίων αφετέρου από αυξανόμενα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Η αγορά κατοικίας επιβραδύνεται, επίσης με περισσότερο εμφανή πλέον, μία μέτρια ανάπτυξη των τιμών.

Οι καλές ευκαιρίες για επένδυση παραμένουν σπάνιες, προς το παρόν, στην αγορά των REITs του Βελγίου, οπότε και αναμένεται οι διαχειριστές των REITs να προσπαθήσουν να διαχειριστούν τα χαρτοφυλάκιά τους με τέτοιο τρόπο ώστε να εξασφαλίσουν μακροπρόθεσμες χρηματικές ροές σε ελκυστικότερες αποδόσεις. Για το υπόλοιπο του έτους αναμένεται η τιμολόγηση των BREITs να παραμείνει σταθερή.

10.3.5/ Ιαπωνία

Η αγορά των REITs της Ιαπωνίας είχε μία πολύ καλή χρονιά, κατά τη διάρκεια της οποίας η αγορά αφομοίωσε πλήρως τα REITs ως μία ζωτικής σημασίας επένδυση. Η εκπληκτική επίδοση του 2007 είναι κυρίως αποτέλεσμα της συνεχούς ανάρρωσης των αγορών ακίνητης περιουσίας, και κυρίως του υποτομέα των γραφείων, αλλά και του χαμηλού και σταθερού κόστους του δανείου.

Μεγάλη αύξηση των τιμών

Η αληθινή συνταγή επιτυχίας κρύβεται κυρίως στη δυναμική αύξηση των τιμών. Αυτό και έσπρωξε το περσινό επίσημο μέτρο αναφοράς, το οποίο ήταν καθηλωμένο στο 0,30%, στο 42,4% μέχρι και τις 30 Ιουνίου του 2007. Πρόκειται για σημαντική μεταστροφή στην επίδοση. Ο δείκτης μετοχών REIT του Τόκιο αυξήθηκε από 1874 που ήταν το 2006 σε 2691 που ήταν το 2007. Οι αποδόσεις τριών ετών για τα REITs βρίσκονται τώρα στο 24,46% , το έκτο μεγαλύτερο νούμερο ανάμεσα στις δεκαπέντε χώρες που περιλαμβάνει η αναφορά.

Οι υψηλές τιμές των μετοχών και οι προσφορές κεφαλαίου οδηγούν σε αύξηση της κεφαλαιοποίησης της αγοράς και του όγκου των συναλλαγών

Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς στα ιαπωνικά REITs (ή JREITs όπως, εν συντομία, ονομάζονται) αυξήθηκε σημαντικά, από τα 31 δισεκατομμύρια δολάρια που ήταν, στα 49 δισεκατομμύρια δολάρια για το μισό έτος έως τις 30 Ιουνίου του 2007. Αυτό οφειλόταν σε δύο κυρίως παράγοντες:

- Ενεργή δευτερεύουσα προσφορά κεφαλαίου από τα υπάρχοντα REITs της Ιαπωνίας και

- πολύ μεγάλη αύξηση στις τιμές των μετοχών από τα JREITs

Ένας επιπλέον παράγοντας συνεισφοράς στην αύξηση της κεφαλαιοποίησης ήταν και η πορεία των αξιών των νομισμάτων μέσα στο χρόνο.

Η ιαπωνική αγορά REIT ήταν πολύ ενεργή κατά τη διάρκεια της χρονιάς κάτι που φαίνεται και στον όγκο των συναλλαγών, ο οποίος υπερδιπλασιάστηκε μέσα στο 2007. Ο συνολικός όγκος αυξήθηκε από 20 δισεκατομμύρια που ήταν σε 45 δισεκατομμύρια για το 2007 (για κάθε εταιρεία REIT) και η μέση εμπορευσιμότητα των μετοχών των ιαπωνικών REITs αυξήθηκε από το 0,5 δισεκατομμύριο δολάρια σε 1 δισεκατομμύριο δολάρια. Αυτή η μεγάλη αύξηση υποβοηθήθηκε και από τη μεγάλη αύξηση ξένων επενδυτών οι οποίοι και αγόραζαν και πωλούσαν μονάδες σε JREITs. Το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών είναι μία καλή απόδειξη για τη φήμη που έχει κερδίσει η αγορά των REITs της Ιαπωνίας ως εύρωστη, σταθερή και σε βάθος αγορά.

Τα χαμηλά επιτόκια παρέχουν ελκυστικές αποδόσεις

Οι συνθήκες χαμηλών επιτοκίων παρέχουν ελκυστική απόδοση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και των επιτοκίων, την ώρα που σε άλλες χώρες το spread αυτό υπόκειται σε μεγάλη συμπίεση. Η μερισματική απόδοση βίωσε μία μετριοπαθή αύξηση του 2% (από 3,34% που ήταν σε 3,36% το 2007), όσο και το spread.

Προοπτικές για το μέλλον

Το πλεονεκτικό spread των αποδόσεων θα διασταλεί

Η άποψη αυτή για τα JREITs είναι λιγότερο αισιόδοξη. Ο λόγος τιμή / κέρδη έχει τώρα μέσο όρο στο 31,19, στην υψηλή σειρά σε όρους τιμολόγησης της αγοράς (τέταρτη υψηλότερη από όλες τις δεκαπέντε χώρες). Θα είναι πρόκληση για τα JREITs να διατηρήσουν την επίδοση αυτή με το spread μεταξύ απόδοσης της ιδιοκτησίας και κόστους του δανείου να μειώνεται, καθώς τα επιτόκια ανεβαίνουν στο βραχυπρόθεσμο έως και μεσοπρόθεσμο διάστημα.

10.3.6/. Σιγκαπούρη

Η "νούμερο ένα" REIT χώρα για το 2007

Το περιβάλλον επενδύσεων της Σιγκαπούρης και η προώθηση της δομής των REITs, της απέφεραν την κατάταξη στην πρώτη θέση παγκοσμίως για το 2007 ως προς την επίδοση των REITs. Γνώρισε εξαιρετική ανάπτυξη και συνολικές αποδόσεις. Η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς των REITs σχεδόν τριπλασιάστηκε μέσα στο χρόνο, από 8 δισεκατομμύρια που ήταν, σε 22 δισεκατομμύρια για το 2007. Η αύξηση που παρατηρήθηκε ήταν κάτι παραπάνω από εντυπωσιακή. Ο επικρατέστερος παράγοντας που προκάλεσε την αύξηση αυτή ήταν η θεαματική ανάπτυξη στην τιμολόγηση των μετοχών.

Ο αριθμός των REITs στη Σιγκαπούρη ανήλθε στα 16 το τέλος του Ιουνίου του 2007 από 11 που ήταν κατά το αντίστοιχο χρονικό διάστημα το 2006. Αυτό, προφανώς, επηρέασε το μεγάλο άλμα στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς των SREIT, μαζί και με τη σημαντική αύξηση του μέσου μεγέθους ενός REIT. Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών αυξήθηκε σε περίπου 11 δισεκατομμύρια δολάρια φέτος, από 4 δισεκατομμύρια που ήταν κατά την περασμένη χρονιά.

Από μία χαμηλή τιμή του μέτρου αναφοράς μόλις στο 1,70% για το 2006, η Σιγκαπούρη κατάφερε ένα μέσο μέτρο αναφοράς σε όλες τις εταιρείες REIT, που έφτασε το 72,92% για το 2007. Αυτή ήταν και η υψηλότερη απόδοση των REITs από χώρες που πρωτίτερα υπολείπονταν κατά πολύ. Το μέτρο αναφοράς τριών ετών είναι τώρα στο 33,56%, το τρίτο υψηλότερο μεταξύ των χωρών που περιλαμβάνονται στην αναφορά. Δεδομένης της δυναμικής επίδοσης αυτού, δε θα προκαλέσει εντύπωση το γεγονός του ότι το premium της τιμής αγοράς πάνω από την καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων θα εκτιναχθεί από το 10,92% που ήταν τον Ιούνιο του 2006 στο 71,11% τον Ιούνιο του 2007.

Το ελκυστικό κανονιστικό περιβάλλον υποστηλώνει την ανάπτυξη των SREITs

Το 2007 η υποστήριξη των REITs από την Νομισματική Αρχή της Σιγκαπούρης ήταν καταλυτική για την αύξηση της ανταγωνιστικότητάς τους. Οι κάτοχοι μετοχών σε ακίνητη περιουσία απολαμβάνουν μία πέντε χρόνων εξαίρεση καθικόντων όταν αγοράζουν κομμάτια ιδιοκτησίας στη Σιγκαπούρη, καθώς και μείωση 10% στο φόρο

που παρακρατάται όταν πρόκειται για πληρωμές σε ομότιμους τους άλλων χωρών και σε θεσμικούς επενδυτές κατά την ίδια χρονική περίοδο.

Περαιτέρω μέτρα για να εναρμονιστούν οι κανονισμοί και να τροφοδοτούν τη συνεχιζόμενη εξέλιξη της δομής των SREITs έχουν δώσει τη δυνατότητα στη Σιγκαπούρη να προσελκύει εισαγωγές τέτοιων εταιρειών και από άλλες χώρες. Η ώθηση να γίνει η Σιγκαπούρη διασυνοριακό κέντρο εταιρειών επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, τής έδωσε και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι του κυριότερου αντιπάλου της που είναι το Χονγκ – Κονγκ.

Αυξημένη χρήση χρέους

Στο σημείο αυτό θα ήταν ενδιαφέρον να επισημανθεί ότι η διακύμανση των REITs αυξήθηκε σημαντικά μέσα στο 2007. Στην περσινή αναφορά, ο συντελεστής βήτα ήταν 0,53, περίπου στο μέσο για όλες τις REIT χώρες. Όμως στο 2007, ο συντελεστής αυξήθηκε στο 0,74, ο τέταρτος υψηλότερος μεταξύ των χωρών που περιλαμβάνονται στην αναφορά.

Η μερισματική απόδοση παραμένει σταθερή

Η μερισματική απόδοση των SREITs παρέμεινε σχεδόν σταθερή, μεταβαλλόμενη μόνο κατά 8%, από 3,79% που ήταν, στο 3,71% για το 2007. Ο λόγος τιμή προς κέρδη είναι σίγουρα υψηλός, οδηγούμενος κυρίως από την επίδοση της αγοράς των μετοχών REIT. Στο 35,85 που έκλεισε το 2007, είναι αδιαμφισβήτητο ότι δε θα μπορέσει να διατηρηθεί και στο μέλλον.

Προοπτικές για το μέλλον

Επενδύσεις offshore – αυξημένος ανταγωνισμός κατά περιοχές της χώρας και αυξημένη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών

Το μέλλον συνεχίζει να είναι πολλά υποσχόμενο για τα SREITs, με την αγορά τώρα να είναι η δεύτερη μεγαλύτερη στην Ασία και η έβδομη μεγαλύτερη στον κόσμο. Υπάρχει έντονα η πεποίθηση ότι τα SREITs θα μπορούσαν να τριπλασιαστούν σε μέγεθος μέσα στα επόμενα πέντε με δέκα χρόνια.

Με ένα αναπτυγμένο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας, ο τομέας αυτός πιθανώς να εξελιχθεί σε περισσότερο διαφοροποιήσιμο και πρακτικό, ενδυναμώνοντας ακόμα περισσότερο τη θέση της Σιγκαπούρης ως το επίκεντρο των REITs διασυνοριακά.

Τα REITs θα εξαπλωθούν

Η Σιγκαπούρη, σε μικρή αγορά που είναι, έχει περιορισμένη προμήθεια ιδιοκτησιών υψηλής απόδοσης και οι κάτοχοι των REITs θα ψάχνουν συνεχώς για ιδιοκτησίες εκτός συνόρων ώστε να διαφοροποιήσουν καλύτερα και περισσότερο τα χαρτοφυλάκιά τους. Η ίδια αυτή ανάπτυξη έχει συμβεί και στην αγορά των REITs της Αυστραλίας κατά τα τελευταία πέντε χρόνια, με αυξανόμενη διασυνοριακή επένδυση σε ιδιοκτησία.

Εντείνεται ο ανταγωνισμός σε μικρο – επίπεδο μεταξύ των διαφόρων περιοχών

Ο ανταγωνισμός αναμένεται να ενταθεί καθώς οι κυβερνήσεις της περιοχής προσφέρουν διάφορα, φορολογικά κυρίως, κίνητρα. Λόγω, όμως, του ψυχρού

κλίματος με τις γειτονικές χώρες της Ινδίας και της Κίνας δε θα είναι εύκολο να συνεχιστεί η προσέλκυση διασυνοριακών REITs μέσω της επένδυσης στις δύο αυτές χώρες.

Η διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών γίνεται ευκολότερη

Τουλάχιστον για το 2008, είναι πιθανό να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο περισσότερα REITs που θα αναλάβουν περιορισμένα καθήκοντα αύξησης των κοινών μετοχών. Όμως, στο μέσο διάστημα, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τομέα των REITs θα γίνει ευκολότερη μετά και την ανακοίνωση του Συμβουλίου της Βιομηχανίας τον Ιούνιο του 2007, όπου, ο Κώδικας της Σιγκαπούρης που εφαρμόζεται στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, θα εφαρμόζεται τώρα και στα REITs. Η τωρινή αγορά είναι ακόμα καινούρια, αλλά καθώς βαίνει προς την ωρίμανσή της, αυτοί με τις χαμηλότερες αποδόσεις θα είναι εκτεθειμένοι στις εξαγορές καθώς οι τιμές τους θα πέφτουν. Οπότε, θα συμβεί και μεγαλύτεροι παίχτες από εχθρικά στρατόπεδα να υποκινούν τις εξαγορές, αλλά και μικρότεροι συμμετέχοντες να επιφέρουν οικονομίες κλίμακας μέσω των συγχωνεύσεων.

10.3.7/. Νότια Κορέα

Μεγάλη ανάπτυξη στις συνολικές αποδόσεις, πυροδοτούμενη από μειούμενους ρυθμούς εκκενώσεων

Αν και με μικρότερη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς σύμφωνα και με τα πρότυπα της ευρύτερης αγοράς των REITs, η αγορά της Νότιας Κορέας είναι επίσης ενδιαφέρουσα. Στις 30 Ιουνίου του 2007, η συνολική κεφαλαιοποίησή της έφτασε τα 604 εκατομμύρια δολάρια.

Οι τιμές των μετοχών των REITs (KREITs όπως λέγονται σε συντομία) γνώρισαν μία πολύ καλή χρονιά μέχρι και το τέλος Ιουνίου του 2007. Αυτό οδήγησε στο δεύτερο καλύτερο από όλες τις χώρες δείκτη αναφοράς ενός έτους, στο 42,66%, ο οποίος ξεπέρασε κατά πολύ και τον περσινό αντίστοιχο στο 7,86%. Για μία περίοδο τριών ετών, ο δείκτης έχει την τιμή του 24,26%, μεγαλύτερος του περσινού αντίστοιχου που ήταν στο 16,20%. Η πολύ καλή επίδοση αυτή για το 2007 οφείλεται, εν μέρει, στις αυξήσεις των ενοικιάσεων, με το απόθεμα σε γραφειακούς χώρους να μειώνεται σταδιακά.

Η μερισματική απόδοση έρχεται επικεφαλής στις κατατάξεις των REITs

Τα KREITs κατέγραψαν την υψηλότερη μερισματική απόδοση από όλες τις REIT χώρες, που έφτασε το 9,13%, σημαντικά υψηλότερη από τον πλησιέστερο ανταγωνιστή της, που δεν είναι άλλος από την Αυστραλία, της οποίας το αντίστοιχο μέγεθος κυμαίνεται στο 7,05%. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματα αυτά βασίζονταν μόνο σε τρία KREITs που είχαν δώσει αναφορά για τα αποτελέσματά τους κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Τα επίπεδα χρέους για το μέσο KREIT ανήρθαν στο 54,50%, συγκρινόμενα με το 38,88% του προηγούμενου έτους. Τα χαμηλότερα επίπεδα χρέους, όμως, του προηγούμενου έτους μπορεί να έχουν συνεισφέρει, εν μέρει, στην υψηλή μερισματική απόδοση.

Η υψηλή τιμολόγηση ωθεί προς τα πάνω το καθαρό ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων αλλά η διακύμανση παραμένει χαμηλά

Η ιδιαίτερα δυναμική απόδοση των τιμών στην αγορά των REITs έχει ανεβάσει το premium της τιμής αγοράς προς την καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων στο 47,05% από 0,51% που ήταν στις 30 Ιουνίου του 2006. Παρόλα αυτά, η διακύμανση παραμένει πολύ χαμηλή, στο 0,36 για το 2007, από 0,41 που ήταν τον προηγούμενο χρόνο, κάτι που επηρεάζεται από το πολύ μικρό εύρος της αγοράς των KREITs για το 2007.

Προοπτικές για το μέλλον

Περισσότερο ελκυστικό νομοθετικό περιβάλλον

Το 2007 τέθηκαν σε ισχύ ευνοϊκές ρυθμίσεις της Πράξης της Νότιας Κορέας, οι οποίες και συνέδραμαν στην ανάπτυξη της αγοράς. Η αγορά REIT της Νότιας Κορέας έχει εξελιχθεί με πιο εύρωστη μορφή, συχνά μέσω πώλησης και επανενοικίασης της ιδιοκτησίας. Προς το παρόν, το μικρό μέγεθος και η έλλειψη ανάπτυξης των KREITs, έχει, εν μέρει, προκληθεί από νομικούς περιορισμούς, κάνοντάς τα λιγότερο ανταγωνιστικά σε σύγκριση με τα υπόλοιπα αξιόγραφα. Υπό την επανέκδοση της σχετικής Πράξης για τα KREITs, αναμένεται ότι αυτά θα έχουν περισσότερη ελευθερία και ευελιξία στην απόκτηση περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητη περιουσία και θα συμμετέχουν στην ανάπτυξη της γης. Ένας παράγοντας για την ανάπτυξη στην τιμολόγηση των KREITs για το 2007 ήταν η γνώση της αγοράς και οι προσδοκίες για αυτές τις αλλαγές, κάτι το οποίο θα συνεχίσει να έχει τον αντίκτυπό του και στο μέσο διάστημα.

Ειρηνικός

10.3.8/. Αυστραλία

Η ανάπτυξη συνεχίζει δυναμικά σε αυτή την καλά αναπτυγμένη αγορά REIT. Τα αυστραλιανά REITs (ή AREITs, όπως εν συντομία ονομάζονται) υπάρχουν εδώ και 30 χρόνια και η εξέλιξη και η διαφάνεια στην αγορά αυτή προσελκύουν τόσο το εγχώριο όσο και το μη εγχώριο κεφάλαιο. Οι υποχρεωτικές πληρωμές από τους εργαζόμενους του 9% των ημερομισθίων τους, συνεχίζουν να υποστηρίζουν τη μεγάλη και αναπτυσσόμενη αγορά ιδιοκτησίας στην Αυστραλία.

Η Αυστραλία παραμένει η δεύτερη μεγαλύτερη αγορά REIT μετά τις ΗΠΑ. Κατά τη διάρκεια της προηγούμενης χρονιάς, η ανάπτυξη των AREITs ή των εισηγμένων εταιρειών ιδιοκτησίας (Property Trusts όπως είναι γνωστά στη χώρα) παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα. Κατά τους δώδεκα τελευταίους μήνες έως και την 30η Ιουνίου του 2007, η κεφαλαιοποίηση της αγοράς αυξήθηκε, από τα 77 δισεκατομμύρια δολάρια που ήταν, στα 112 δισεκατομμύρια δολάρια, αντικατοπτρίζοντας τη γενναία αύξηση του 45,45%.

Η επένδυση εκτός συνόρων πυροδοτεί την ανάπτυξη - ιδίως στην Ιαπωνία η συνεχιζόμενη τάση των AREITs να επενδύουν εκτός συνόρων έχει συνεισφέρει στην αυστραλιανή αγορά των REITs. Για πολλά χρόνια, τα AREITs έχουν επενδύσει (τις περισσότερες φορές επιτυχημένα) σε ιδιοκτησίες των ΗΠΑ, ιδίως στον τομέα

λιανικής και γραφειακών χώρων καθώς και στον τομέα της βιομηχανίας, αλλά σε μικρότερο βαθμό. Πιο πρόσφατα, τα AREITs ξεκίνησαν τις επενδύσεις σε διάφορες αγορές της Ευρώπης καθώς επίσης και στην Ασία.

Ίσως η επικρατέστερη τάση μέσα στο 2007 να ήταν η αύξηση στο Χρηματιστήριο, των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών των AREITs οι οποίες και επενδύουν αποκλειστικά στις αγορές ιδιοκτησίας της Ιαπωνίας (στους τομείς των γραφειακών χώρων και της λιανικής). Δανειζόμενα στο αυστραλιανό yen, τα AREITs εκμεταλλεύτηκαν το πλεονέκτημα του spread των επιτοκίων της Ιαπωνίας σε σύγκριση με τις αποδόσεις των τμημάτων ιδιοκτησίας. Προχωρώντας με ταχείς ρυθμούς στο περιβάλλον αυτό, τα AREITs κατάφεραν να παράγουν ικανοποιητικές αποδόσεις εισοδήματος σε σύγκριση με τις μερισματικές αποδόσεις στην αγορά της χώρας. Τέτοιες Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές έχουν αναγνωρίσει και εκμεταλλευτεί τη δυνατή θέση της αγοράς των AREITs.

Η αυστραλιανή αγορά δεν έχει μόνο αυξηθεί σε μέγεθος, αλλά και το βάθος αυτής (μετρούμενο σε όγκο συναλλαγών) έχει επίσης αυξηθεί. Η μετοχή του μέσου AREIT είχε 1 δισεκατομμύριο δολάρια εμπορευσιμότητα για το 2006, ενώ το αντίστοιχο μέγεθος για το 2007 ανήλθε στο 1,6 δισεκατομμύριο δολάρια για κάθε REIT.

Σε όρους αποδοτικότητας μέσα στο χρόνο, τα AREITs κατάφεραν να φτάσουν υψηλότερα κατά 24,64% από το 2006 (παρόλα αυτά κατετάγησαν στην όγδοη θέση από τις 15 χώρες της αναφοράς, κάτι που οφείλεται κιάλας στο ότι είχαν μια πολύ σταθερή χρονιά παγκοσμίως).

Τα AREITs γνώρισαν άνοδο και στις αποδόσεις μέσα στο χρόνο, από 6,50% που ήταν, ανήλθαν στο 7,05%. Το επίπεδο αυτό είναι το δεύτερο υψηλότερο από όλες τις REIT χώρες παγκοσμίως.

Τα χαμηλά επιτόκια έχουν ωθήσει την αναδιοργάνωση

Στα τέλη του 1990 και στις αρχές του 2000, το μέσο AREIT ήταν προσαρμοσμένο στο 15% με 20%. Όμως, μετά από αρκετά χρόνια με χαμηλά επιτόκια και περισσότερο ορθολογική χρήση των μέσων για δάνεια, το μέτρο αυτό έχει αρχίσει να αυξάνει σταθερά. Η προσαρμογή για το 2006 ήταν 34,09% για το μέσο AREIT, αλλά αυτή ανήλθε στο 43,93% για το 2007. Υπάρχουν δύο διαφορετικές τάξεις AREIT σε όρους επιπέδου χρέους. Οι εταιρείες αυτές με ξένη περιουσία κατατάσσονται, γενικότερα, σε υψηλότερα επίπεδα χρέους από τα AREITs που επενδύουν αποκλειστικά στην εγχώρια αυστραλιανή ιδιοκτησία. Τα ξένα AREITs έχουν επίπεδα προσαρμογής που ξεπερνούν το επίπεδο του 50% στις περισσότερες των περιπτώσεων. Αντίθετα, τα μέσα AREITs της εγχώριας ιδιοκτησίας κυμαίνονται σε επίπεδα κάτω του μέσου, που είναι στο 44%. Αναμένεται περαιτέρω η κίνηση των επιπέδων αυτών προσαρμογής σε περιβάλλον αυξανόμενων επιτοκίων.

Η διακύμανση αυξάνει καθώς τα REITs αναπτύσσουν εναλλακτικές ροές εισοδήματος

Το μέτρο διακύμανσης για τα AREITs έχει αρχίσει επίσης να αυξάνει σταθερά, από το επίπεδο του, περίπου, 0,35 στις αρχές του 2000 στο επίπεδο του 0,55 το 2006 και του 0,59 το 2007. Η μετακύληση των AREITs από απλό παθητικό εισόδημα που προέρχεται από ενοίκια, σε πιο ενεργητική συνεισφορά των επιχειρήσεων σε κέρδος,

είναι ο κυριότερος λόγος για την αύξηση της διακύμανσης. Επίσης ο λόγος αυτός αντιπροσωπεύει τη συνεχιζόμενη τάση των επενδυτών να μεταχειρίζονται τα AREITs περισσότερο ως ευρύτερες κοινές μετοχές εισηγμένων εταιρειών.

Οι περιοριστικοί ρυθμοί κεφαλαιοποίησης της ιδιοκτησίας πυροδοτούν την "ανακύκλωση" του κεφαλαίου

Το ιδιοκτησιακό τοπίο στην Αυστραλία κατά τη διάρκεια της προηγούμενης χρονιάς γνώρισε περαιτέρω περιορισμούς στους ρυθμούς κεφαλαιοποίησης της ιδιοκτησίας, από επίπεδα που θεωρούνταν ήδη χαμηλά κατά τη διάρκεια της προηγούμενης χρονιάς. Στους τομείς των γραφειακών χώρων και της λιανικής ειδικότερα, οι ρυθμοί κεφαλαιοποίησης μεταξύ του 5% και 6% είναι συνήθεις σε ιδιοκτησίες ποιότητας, μερικές από τις οποίες κείνται στα "χαμηλά 5%".

Η συστολή στους ρυθμούς κεφαλαιοποίησης για τις ιδιοκτησίες ποιότητας έχει εξασκήσει πίεση στα AREITs να συνεχίσουν να παράγουν την απόδοση των διανεμόμενων κερδών στην οποία προσβλέπουν οι επενδυτές, δημιουργώντας, έτσι, μία τάση για ανακύκλωση κεφαλαίου. Αρκετά μεγάλα AREITs έχουν πουλήσει πακέτα ιδιοκτησιών σε μη εισηγμένες εταιρείες χονδρικής. Οι εταιρείες αυτές παραμένουν διαχειρίσιμες υπό τα AREITs τα οποία πωλούν τις καλύτερες ιδιοκτησίες τους. Με τον τρόπο αυτό, τα AREITs αυξάνουν το εισόδημά τους σε διαχείριση κεφαλαίων και απελευθερώνουν εισόδημα για επανεπένδυση σε περιουσιακά στοιχεία υψηλότερων αποδόσεων, αλλά και με υψηλότερο κίνδυνο.

Οι εταιρείες χονδρικής που αγοράζουν τα μεγάλα αυτά χαρτοφυλάκια από τα AREITs λαμβάνουν τη μεγαλύτερη ώθηση για επένδυση από τα αυστραλιανά συνταξιοδοτικά ταμεία. Οι επενδυτές στις εταιρείες χονδρικής λαμβάνουν μία περισσότερο εμπειρισταωμένη άποψη της απόδοσης στην εκτίμησή τους για τις προοπτικές του ρυθμού ανάπτυξης του κεφαλαίου της ιδιοκτησίας και όχι απλά της απόδοσης της ιδιοκτησίας.

Η λύση της ανακύκλωσης του κεφαλαίου, τουλάχιστον προς το παρόν, φαίνεται να είναι μία συναλλαγή win / win, τόσο για τα AREITs που πωλούν (αν και διατηρούν κάποιο επίπεδο ελέγχου στα περιουσιακά στοιχεία και λαμβάνουν το αντίστοιχο εισόδημα), όσο και για τις εταιρείες χονδρικής που αγοράζουν. Αναμένεται ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί.

Η ιδιωτική καθαρή περιουσία της Βόρειας Αμερικής εισέρχεται

Δύο μεγάλα AREITs, Investa και Multiplex, είναι, ταυτόχρονα, στο τελικό στάδιο της ιδιωτικοποίησης, ακολουθώντας όλες τις προσφορές ανάληψης μετρητών από τα γκρουπ ιδιωτικής καθαρής περιουσίας της Βόρειας Αμερικής. Λαμβάνοντάς τα μαζί, τα AREITs αυτά αντιπροσωπεύουν περίπου 10 δισεκατομμύρια δολάρια σε κεφαλαιοποίηση της αγοράς στην αυστραλιανή αγορά των REITs. Οι δύο αυτές συναλλαγές αντανakλούν το γεγονός ότι τα AREITs τιμολογούνται σχετικά φθηνά, βάσει των διεθνών προτύπων και ειδικότερα βάσει των βόρειο αμερικάνικων προτύπων. Και τα δύο REITs έχουν ενεργές επιχειρήσεις στην ανάπτυξη της περιουσίας και στη διαχείριση του κεφαλαίου.

Κυριαρχούν τα "γεμάτα" χρεόγραφα

Η ιδέα των "γεμάτων" χρεογράφων υπάρχει στη σκηνή της αυστραλιανής αγοράς των REITs για δεκαετίες, αλλά κατά τα τελευταία χρόνια έχει γίνει η κυριότερη δομή της

αγοράς. Βασικά, μία ενεργητική επιχείρηση συνδέεται με μία παθητική επιχείρηση με αυτή τη μορφή. Η αβανταδόρική φορολογική μεταχείριση διατηρείται, αλλά η νέα αυτή μορφή χρεογράφου μπορεί να εμπλακεί σε επιχειρήσεις υψηλότερου ρίσκου και απόδοσης σχετιζόμενες, κυρίως, με την ιδιοκτησία της βιομηχανίας.

Η μείωση των αποδόσεων στις ιδιοκτησίες της Αυστραλίας είναι καταλυτική για την κίνηση αυτή, καθώς τα AREITs προσπαθούν να βρουν τρόπους να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους ώστε να επιτύχουν υψηλότερη συνδυασμένη απόδοση από αυτή που προσφέρεται από την παθητική περιουσία την προερχόμενη αποκλειστικά από το εισόδημα που αποφέρουν τα ενοίκια. Υπάρχουν κάποια γκρουπ που συνεχίζουν την επιτυχημένη πορεία τους με την παραδοσιακή δομή των AREITs, όπου η επιχείρηση είναι εξωτερικά διαχειριζόμενη και, επί τούτου, πληρώνει συγκεκριμένη αμοιβή διαχείρισης. Όμως, η "εσωτερική" διαχείριση ενός βασικού χρεογράφου έχει καταφέρει την εξέχουσα θέση στην αυστραλιανή αγορά και είναι μία τάση που αναμένεται να συνεχιστεί. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι τόσο η περιουσία όσο και η ομάδα διαχείρισης των κεφαλαίων χρειάζεται να είναι οι καλύτερες δυνατές ώστε να επιτύχουν εξαιρετική απόδοση, άσχετα με το ποια δομή ακολουθούν.

Προοπτικές για το μέλλον

Αυξανόμενα επιτόκια και επένδυση έξω

Τα επιτόκια αυξάνουν στην Αυστραλία (αν και σε σχετικά ιστορικά χαμηλά επίπεδα), τα οποία και θα θέσουν υπό πίεση τις αποδόσεις των AREITs, κυρίως αυτές που είναι πιο εύκολα προσαρμόσιμες.

Επιπροσθέτως της συνεχιζόμενης τάσης για τα βασικά αξιόγραφα και την ανακύκλωση του κεφαλαίου, τα αυστραλιανά REITs θα συνεχίσουν να επενδύουν στις αγορές περιουσίας διεθνώς αν πρόκειται για αποδόσεις κατά τι υψηλότερες από ό,τι ίσχυε πριν. Η Ευρώπη και η Ασία, συμπεριλαμβανομένης και της Κίνας, είναι πιθανοί στόχοι των AREITs, τόσο οι υπάρχουσες εταιρείες επένδυσης σε ακίνητη περιουσία όσο και οι καινούριες. Όμως, η ροή κεφαλαίου μέσω των AREITs στην αγορά των ΗΠΑ απέχει αρκετά από το να πραγματοποιηθεί. Αναμένεται περισσότερη δραστηριότητα, κυρίως στους τομείς εκείνους της ιδιοκτησίας και των επιχειρήσεων που ξεπερνούν τους βασικούς τομείς λιανικής και γραφειακών χώρων.

10.4/. Σύγκριση ανά περιοχές – 2006 / 2007

Η ανάλυση που ακολουθεί περιλαμβάνει αποτελέσματα από κάθε περιοχή για τα κριτήρια που αναφέρονται στην αναφορά του 2007. Τα αποτελέσματα αυτά συγκρίνονται με τα αντίστοιχά τους για το 2006. Τα αποτελέσματα αυτά θα φανούν καλύτερα μέσα από τα διαγράμματα για να γίνουν οι απαραίτητες συγκρίσεις.

Τάσεις κλειδιά

Για το μέγεθος και το βάθος της αγοράς, σχεδόν χωρίς εξαίρεση, η τάση είναι ανάπτυξη στο μέγεθος της αγοράς, (κυρίως στην Ασία). Όμως, παρατηρείται και μείωση στη Βόρεια Αμερική, όπου η κεφαλαιοποίηση της αγοράς έδειξε οριακή πτώση σε σχέση με το 2006.

Η Ασία είναι αναμφισβήτητα αυτή που ξεχωρίζει σε συνολικές ετήσιες αποδόσεις για το 2007, με μέση απόδοση στο 44,26% για τις πέντε ασιατικές χώρες της αναφοράς. Όμως, για τις αποδόσεις τριών ετών, η Ευρώπη συνεχίζει να είναι στην κορυφή, με συνδυασμένο μέσο στο 28,50% για τα τρία έτη έως τις 30 Ιουνίου του 2007.

Τα επίπεδα χρέους έχουν αυξηθεί σε όλες τις περιοχές σε σύγκριση με τα περσινά, με σημαντικές αυξήσεις να καταγράφονται τις περισσότερες φορές.

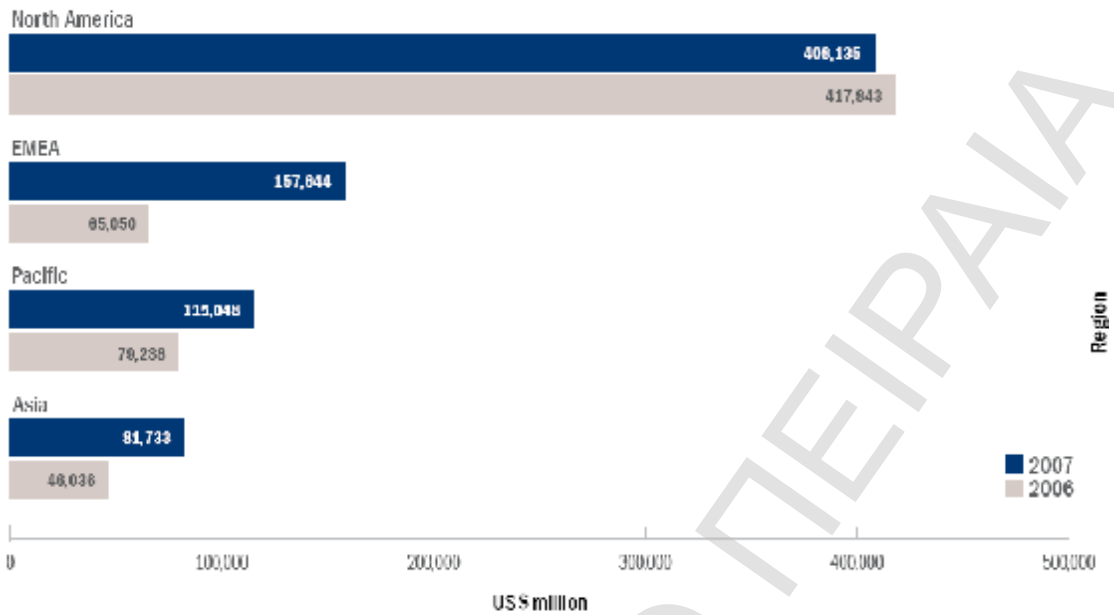
Για να συμβαδίσουν με την υψηλή ανάπτυξη στην τιμολόγηση των μετοχών, χρειάστηκαν μεγάλα άλματα στα premium της χρηματιστηριακής αξίας στην καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων, κάτι που καταγράφηκε σε όλα τα REITs παγκοσμίως. Η ανάπτυξη στη Βόρεια Αμερική ήταν μετριοπαθέστερη, αν και σημαντικά θετική.

Η τάση στις μερισματικές αποδόσεις ήταν γενικά πτωτική σε όλες τις περιοχές, αντικατοπτρίζοντας τη γενικότερη στενότητα στους ρυθμούς κεφαλαιοποίησης της ιδιοκτησίας, που ίσχυε για όλα τα REITs όλων των χωρών μέσα στο 2007.

Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι οι η διακύμανση των REITs αυξήθηκε σε όλες τις REIT χώρες, κάτι που αποδίδεται στη σημαντική δραστηριότητα των επιχειρήσεων και στα αυξημένα επίπεδα χρέους. Η τωρινή αβεβαιότητα στην αγορά, που ίσχυε ακόμα και πριν τις 30 Ιουνίου του 2007, θα σπρώξει ακόμα περισσότερο προς τα πάνω τη διακύμανση για το 2008.

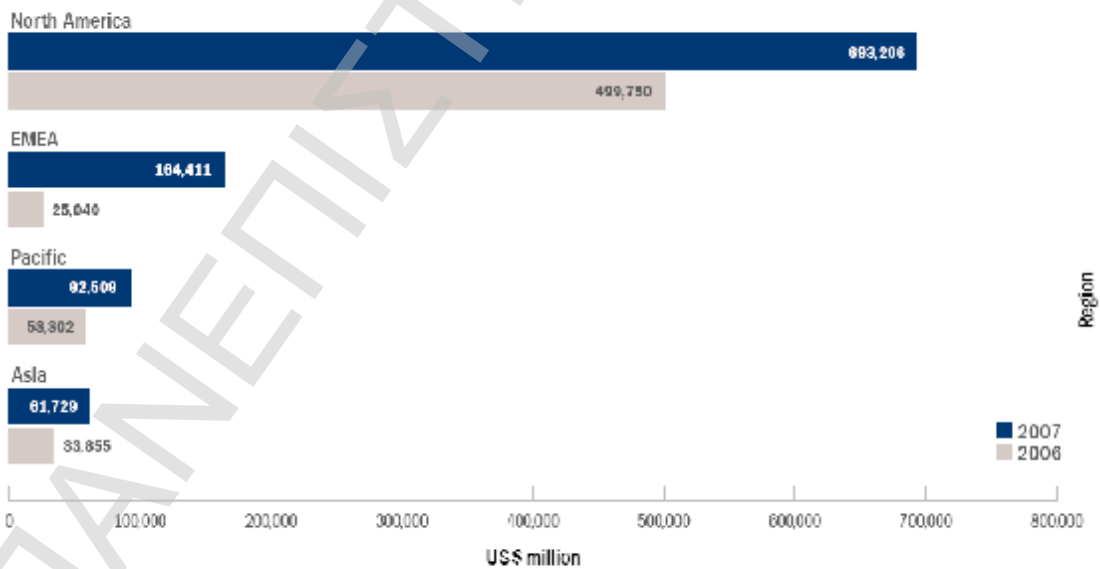
Ακολουθούν τα διαγράμματα για όλες τις περιοχές για τα έτη 2006 και 2007, που θα μπορέσουν να δώσουν πιο άμεσα συμπεράσματα (κάποια έχουν ήδη παρουσιαστεί στο προηγούμενο κεφάλαιο).

Market Capitalization – Total per Region



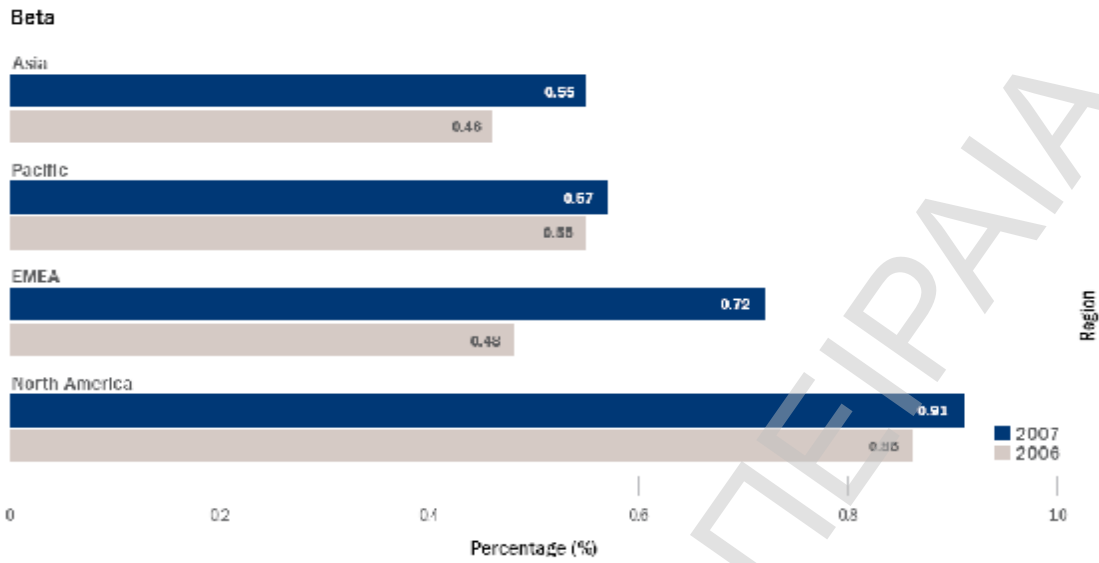
Διάγραμμα 10.3: Κεφαλαιοποίηση της αγοράς – Συνολική για τα δύο έτη 2006 και 2007

Volume Value for the Year Ended 30 June 2007 – Total



Διάγραμμα 10.4: Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών (έως την 30^η Ιουνίου 2007)

Διακύμανση

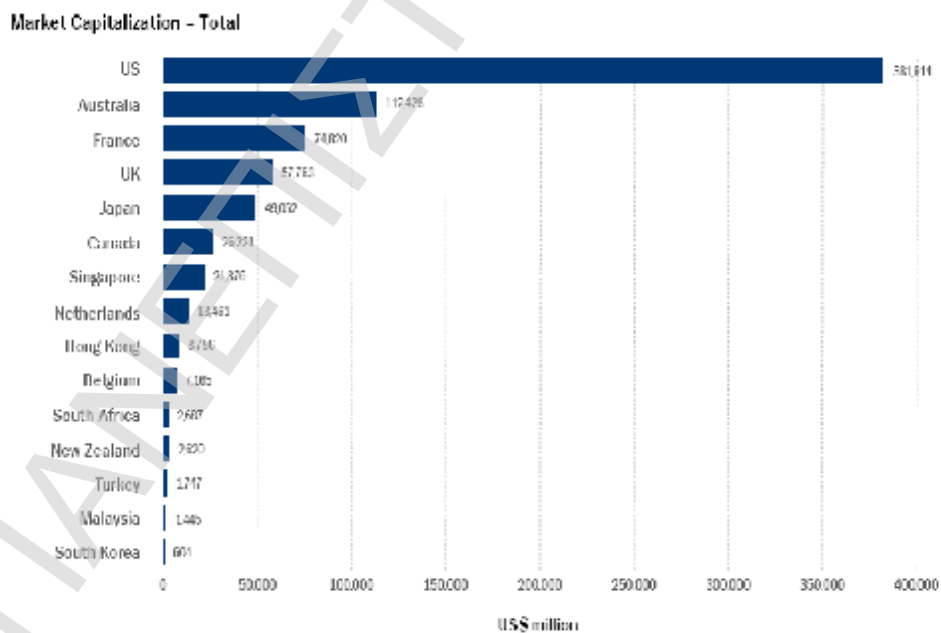


Διάγραμμα 10.5: Ο συντελεστής βήτα για κάθε περιοχή για τα έτη 2006 και 2007

10.5/. Ολικά μεγέθη ανά χώρα για το 2007

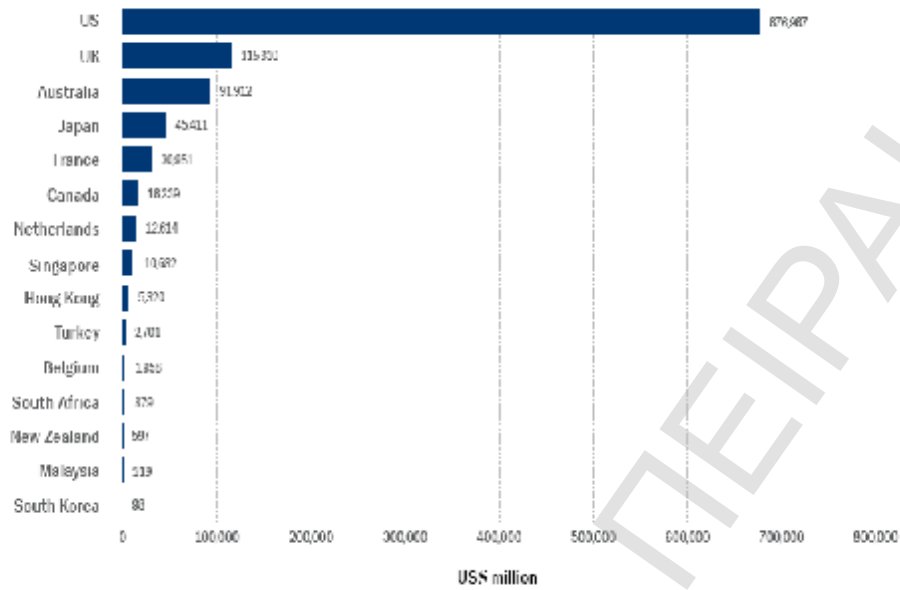
Το μέγεθος και το βάθος της αγοράς

Ακολουθούν διαγράμματα που θα δώσουν πληρέστερα την εικόνα των αντίστοιχων μεγεθών.



Διάγραμμα 10.6: Η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς ανά REIT χώρα

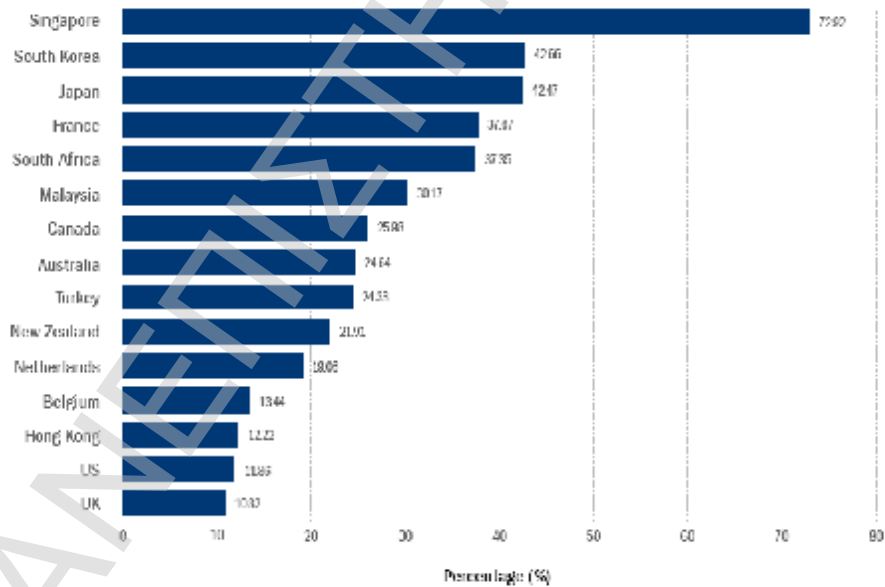
Volume Value for the Year Ended 30 June 2007 – Total



Διάγραμμα 10.7: Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών ανά REIT χώρα (έως την 30^η Ιουνίου 2007)

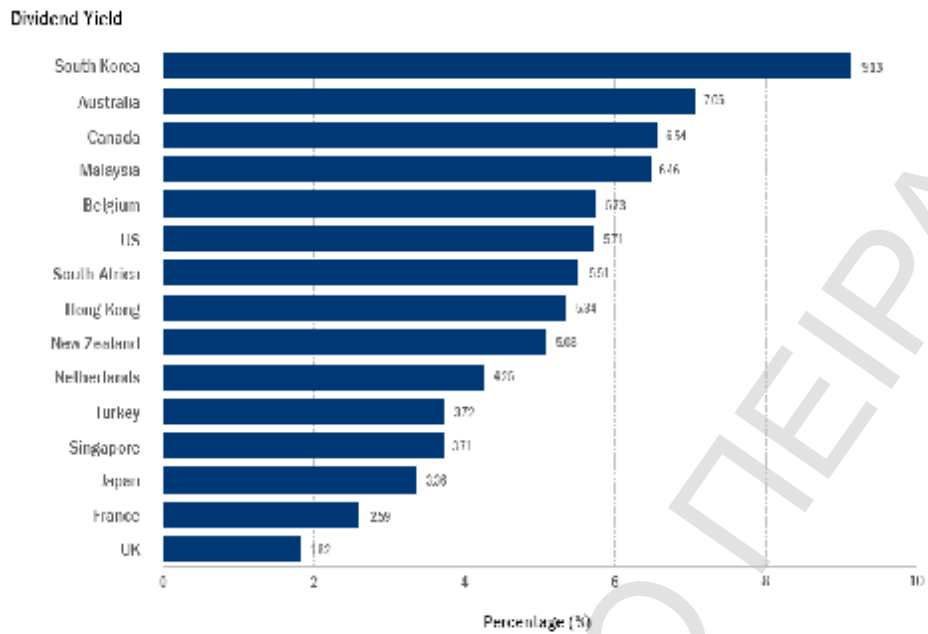
Συνολική Απόδοση (κεφαλαιακή και μερισματική)

Total Rate of Return – One year to 30 June 2007



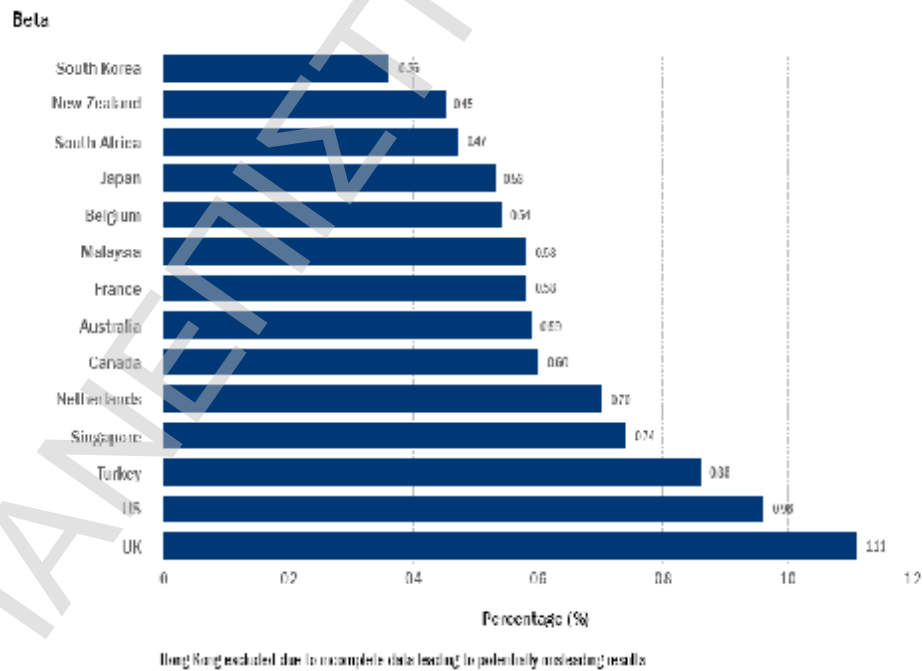
Διάγραμμα 10.8: Η συνολική ετήσια απόδοση ανά REIT χώρα (έως την 30^η Ιουνίου 2007)

Μεγέθη εισοδήματος



Διάγραμμα 10.9: Η μερισματική απόδοση ανά REIT χώρα για το 2007

Διακόμανση



Διάγραμμα 10.10: Ο συντελεστής βήτα ανά REIT χώρα για το 2007

10.6/. Ο τομέας της ιδιοκτησίας

Τα διαγράμματα που ακολουθούν είναι ενδεικτικά της διάσπασης (σε όρους ποσοτώσεων της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς) σε υποτομείς της ιδιοκτησίας. Αρχικά παρατίθενται οι διασπάσεις που συντελέστηκαν ανά περιοχή και, εν συνεχεία, οι διασπάσεις στους τομείς ιδιοκτησίας που συντελέστηκαν ανά χώρα ξεχωριστά.

Οι περισσότερες από τις περιοχές έχουν μεγάλο συντελεστή βαρύτητας στον τομέα της λιανικής, ιδιαίτερα οι χώρες των Ευρώπη – Μέση Ανατολή – Αφρική (EMAA) και Ειρηνικού, με μερίδια στο 57,68% και 53,45%, αντίστοιχα, της συνολικής επένδυσης σε ιδιοκτησία κάθε περιοχής. Η περιοχή της Ασίας έχει επενδύσει σημαντικά στον τομέα των γραφειακών χώρων, σε ποσοστό 46,60%, κυρίως λόγω της έμφασης που έχει δοθεί από την Ιαπωνία στον τομέα αυτό, ενώ η Βόρεια Αμερική επιδεικνύει περισσότερο ισορροπημένη διάταξη επενδύσεων καθ' όλους τους αντίστοιχους τομείς.

10.6.1/. Ασία

Η Ασία είναι η δεύτερη επικρατέστερη περιοχή στην αγορά γραφειακών χώρων παγκοσμίως, έχοντας επενδύσει πάνω από 38 δισεκατομμύρια δολάρια (έως την 30^η Ιουνίου 2007) στον τομέα αυτόν. Η Ιαπωνία, η μεγαλύτερη REIT αγορά της Ασίας, έχει, μακράν, εκδηλώσει την προτίμησή της στον τομέα αυτό και με το 63,54% του κεφαλαίου που διαθέτει, έρχεται δεύτερη μετά τις ΗΠΑ. Αντίθετα, η Σιγκαπούρη, η δεύτερη μεγαλύτερη REIT αγορά της Ασίας, έχει επενδύσει το 55,58% του κεφαλαίου της στον τομέα της λιανικής και μόλις το 15,97% στον τομέα των γραφειακών χώρων. Η πιο σημαντική αλλαγή για την περιοχή της Ασίας είναι η αύξηση στα διαφοροποιημένα REITs.

10.6.2/. Ευρώπη – Μέση Ανατολή – Αφρική

Η Ευρώπη έχει μειώσει το συντελεστή βαρύτητάς στον τομέα των γραφειακών χώρων, ενώ τον έχει αυξήσει στον τομέα της λιανικής, κάτι που κυρίως παρατηρήθηκε και αποδίδεται στην εισαγωγή του Ηνωμένου Βασιλείου στην αγορά των REITs. Το Ηνωμένο Βασίλειο δίνει μεγάλη βαρύτητα στον τομέα της λιανικής, ενώ μένει στα υπόψη το αν αυτό αποτελεί μία βραχυπρόθεσμη ή μια μακροπρόθεσμη τάση. Ο συνδυασμός των δύο μεγαλύτερων REIT χωρών, Γαλλίας και Ηνωμένου Βασιλείου, καταφέρνουν ένα 85,46% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς λιανικής, αντιπροσωπεύοντας ένα 31,95% του συνολικού κεφαλαίου που επενδύεται από τις εισηγμένες εταιρείες REIT στον τομέα της λιανικής παγκοσμίως.

Η πλειοψηφία των REITs της Τουρκίας κατηγοριοποιείται ως διαφοροποιημένη, αν και, κυρίως και πρωταρχικά, σχετίζεται με την ανάπτυξη, σε αντίστοιχο βαθμό, των πωλήσεων. Αναμφισβήτητα, κάτι τέτοιο τίθεται εκτός του παραδοσιακού μοντέλου των επιχειρήσεων των REITs. Παρόλα αυτά, εξακολουθούν να συμβαδίζουν με τη

γενικότερη δομή των REITs παγκοσμίως κάτι που τα θέτει μέσα στα υπό εξέταση διαγράμματα.

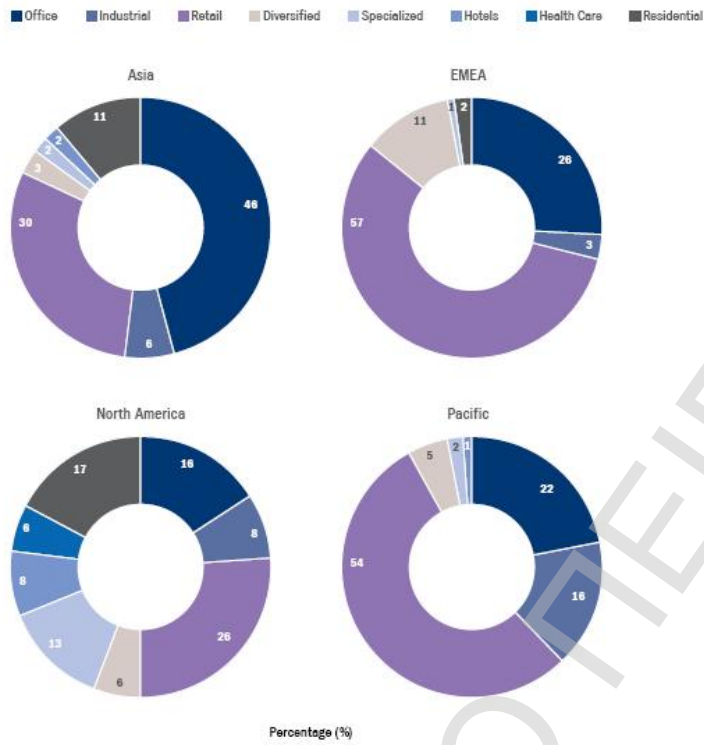
10.6.3/. Βόρεια Αμερική

Η περιοχή της Βόρειας Αμερικής επίσης ρίχνει το βάρος της κυρίως στον τομέα της λιανικής. Κάτι, που παραμένει συνεπές με το προηγούμενο έτος, με βαρύτητα στο 25,56% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς για το 2007. Η Βόρεια Αμερική παρουσιάζει τη μεγαλύτερη διαφοροποίηση ανάμεσα στους διάφορους τομείς καθώς και μία πιο ομαλή κατανομή του κεφαλαίου σε σύγκριση και με τις υπόλοιπες περιοχές που αναλύονται, κάτι που αποτελεί σύμπτωμα του μεγέθους και του βάθους της αγοράς. Οι τρεις τομείς που βρίσκονται στην κορυφή για την περιοχή της Βόρειας Αμερικής είναι: ο τομέας της λιανικής (σε ποσοστό 25,56%), ο τομέας της κατοικίας (σε ποσοστό 17,08%) και ο τομέας των γραφειακών χώρων (σε ποσοστό 16,31%). Τα περσινά αποτελέσματα έδιναν 23,01% για τον τομέα της λιανικής, 18,58% για τον τομέα των γραφειακών χώρων και 16,37% για τους υπόλοιπους, πιο εξειδικευμένους τομείς. Οι ΗΠΑ διαθέτουν έναν εξειδικευμένο τομέα REIT υποθηκών, ο οποίος και απαρτίζει ένα 5,23%, περίπου, της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς των ΗΠΑ και ο οποίος είναι αρκετά σημαντικός στο να αντιπροσωπεύει το προφίλ της συνολικής απόδοσης της REIT αγοράς των ΗΠΑ, ιδιαίτερα μετά τις πρόσφατες και τωρινές συνθήκες της αγοράς στον τομέα των δανείων και υποθηκών.

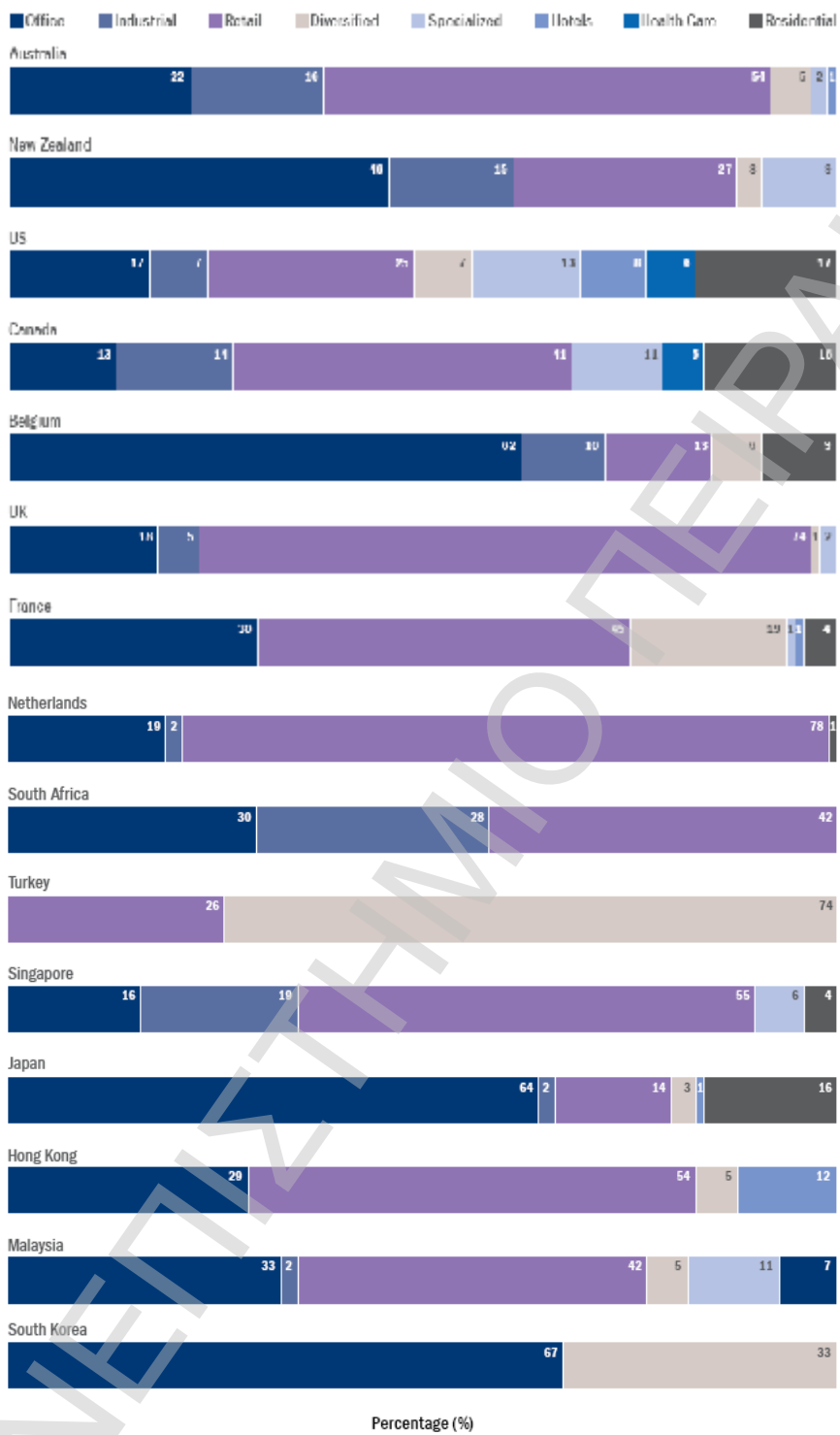
10.6.4/. Ειρηνικός

Η περιοχή του Ειρηνικού έχει παραμείνει σχετικά σταθερή, με όχι ιδιαίτερα μεγάλες αλλαγές στους συντελεστές βαρύτητας που αποδίδει σε κάθε τομέα και σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Όπως και με τις περισσότερες περιοχές που εξετάστηκαν, η βαρύτητα που αποδίδεται στον τομέα της λιανικής παραμένει δυνατή και αυξανόμενη (στο 53,45% για το 2007, σε σύγκριση με το 41,96% του προηγούμενου έτους). Ακολουθεί ο τομέας των γραφειακών χώρων στο 22,07% και ο τομέας της βιομηχανίας στο 15,55%. Η επένδυση των REITs της Αυστραλίας στον τομέα της λιανικής είναι, βασικά, 61 δισεκατομμύρια δολάρια και έρχεται δεύτερη μόνο σε σχέση με αυτή των ΗΠΑ, κάτι που αποδίδεται κυρίως στην επίδραση της επένδυσης σε ένα συγκεκριμένο REIT που είναι και ένα από τα μεγαλύτερα REITs παγκοσμίως (Westfield Group).

Ακολουθούν τα διαγράμματα που τεκμηριώνουν όλα τα παραπάνω



Διάγραμμα 10.11: Η διάσπαση της ιδιοκτησίας σε υποκατηγορίες ανά περιοχή



Διάγραμμα 10.12: Η διάσπαση της ιδιοκτησίας σε υποκατηγορίες ανά χώρα

Κεφάλαιο 11^ο:
Η ελληνική αγορά κατοικίας

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

11/. Γενικά

Η αγορά κατοικίας αποτελούσε ανέκαθεν και εξακολουθεί να αποτελεί τον κυριότερο πόλο έλξης, ακόμα και για τους λάθος λόγους, των επενδυτών στον ελλαδικό χώρο. Βεβαίως στην Ελλάδα η αγορά των 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.

Για την Ελλάδα αξίζει ακόμα 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. Η μετάφραση των REITs στα ελληνικά είναι ΑΕΕΑΠ, δηλαδή Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία. Με το νόμο 2778/99 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 της ακίνητης περιουσίας παρασχέθηκε από το νόμο διττά σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής, όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια καθώς και σε καταστατικής μορφής, όπως είναι οι εταιρείες επένδυσης σε ακίνητη περιουσία.

11.1/. Πώς είχαν οι προβλέψεις το 2006;

11.1.1/. Κατοικίες

Σύμφωνα με έρευνα που διεξήχθη από τη Διεύθυνση Οικονομικών μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG σε συνεργασία με τη Metron Analysis, 2-8% των νοικοκυριών εμφάνιζαν, το 2006, πρόθεση αγοράς / δόμησης πρώτης κατοικίας και το 4 – 18% των νοικοκυριών εμφάνιζαν αντίστοιχη πρόθεση για την επόμενη πενταετία. Άρα, για το 2006, οι προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα εμφανίζονταν ιδιαίτερα ευνοϊκές, αφού το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατοικία παραμένει ενεργό και για το προσεχές διάστημα. Συγκριτικά χαμηλότερες καταγράφηκαν οι προοπτικές ανάπτυξης στην αγορά δευτερεύουσας κατοικίας, όπου 0,5 – 2% των νοικοκυριών εμφάνιζαν πρόθεση αγοράς / δόμησης δευτερεύουσας κατοικίας για το 2006 και 0,5 – 6% για την επόμενη πενταετία. Η συγκεκριμένη έρευνα διεξήχθη σε 1.373 νοικοκυριά στην Αττική και σε 6 μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας με τη χρήση εντύπου ερωτηματολογίου την περίοδο από 1/12/2005 έως 9/1/2006.

11.1.2/. Η κατοικία ως επένδυση:

Όσον αφορά τις προοπτικές περαιτέρω ανόδου των τιμών των ακινήτων, 8 στα 10 νοικοκυριά θεωρούν ότι η αγορά κατοικίας αποτελεί μια ασφαλή επένδυση (Διαγράμματα 11.1, 11.2).

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 11.3).

Το εύρημα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για δύο λόγους:

Πρώτον, εξηγεί σε κάποιο βαθμό την μεγάλη άνοδο στις τιμές των ακινήτων την τελευταία επταετία 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, 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.

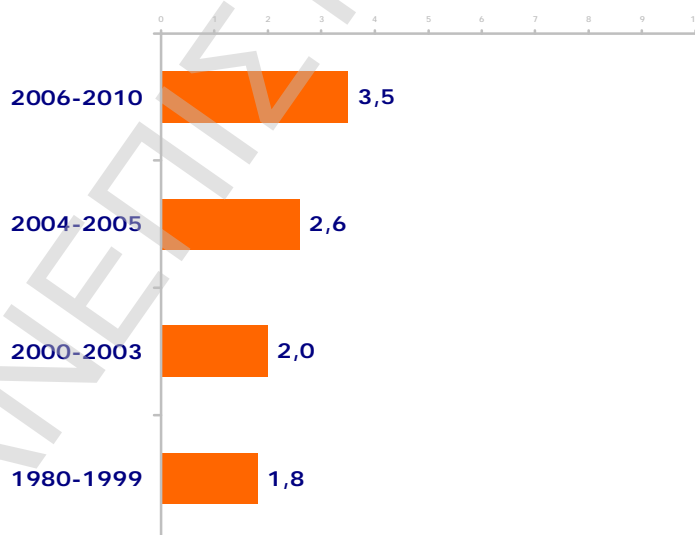
11.1.3/. Ευκαιρίες και κίνδυνοι:

Συνολικά η χώρα διαθέτει ένα από τα υψηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας στην Ευρώπη καθώς, σύμφωνα με τα στοιχεία απογραφής πληθυσμού του 2001, 74% των κατοικιών είναι ιδιόκτητες. Σε πιο πρόσφατη έρευνα το ποσοστό αυτό ανέρχεται στο 82%. Το ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι σημαντικά υψηλότερο στην ελληνική ύπαιθρο, καθώς η κατοχή ιδιόκτητης κατοικίας είναι ο κανόνας σε μικρές επαρχιακές πόλεις και χωριά.

Η αγορά ακινήτων παρουσιάζει ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης κατά την τελευταία 5-ετία έως το 2006 και η δυναμική της αγοράς εντείνεται ιδιαίτερα κατά τα τελευταία 2 χρόνια. Η μείωση των επιτοκίων μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ επέτρεψε σε πολλούς ενοικιαστές να αγοράσουν το δικό τους σπίτι και οδήγησε πολλά νοικοκυριά που ήταν ήδη ιδιοκτήτες κύριας κατοικίας να μετακομίσουν σε μεγαλύτερο σπίτι. Έτσι, 2 στους 3 αγοραστές κατοικίας έρχονται από το νοίκι ενώ 6 στους 10 που αγόρασαν / έκτισαν κύρια κατοικία αύξησαν το μέγεθος του σπιτιού τους.

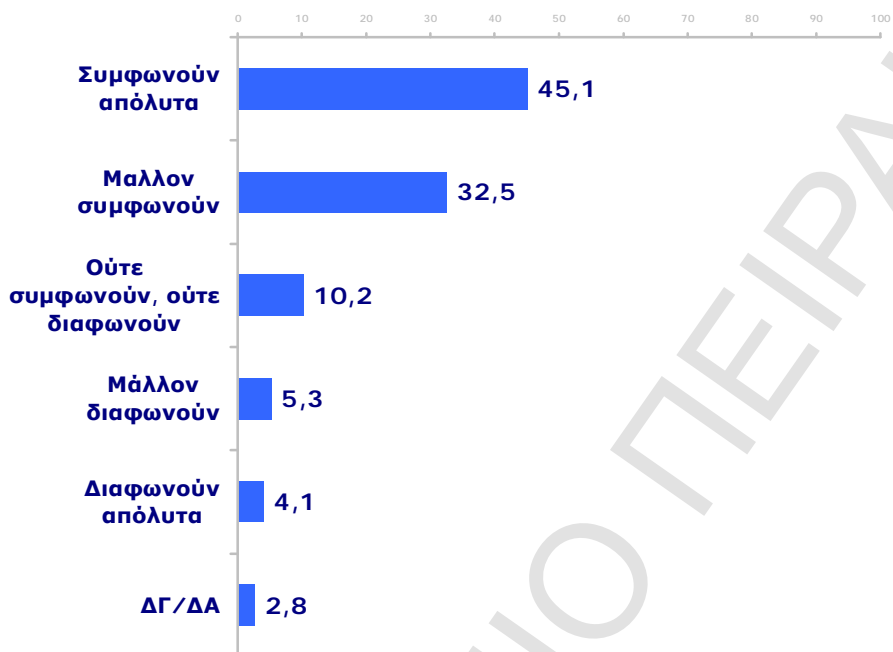
Άλλοι παράγοντες που οδηγούσαν την παραπάνω ανάλυση του 2006 ήταν η αύξηση των αντικειμενικών αξιών και η επιβολή Φ.Π.Α. σε νέες οικοδομές που θα αποτελούσε ένα σημαντικό τεστ για την αγορά ακινήτων. Επιπλέον, τα επιτόκια θα έμπαιναν σε μια ανοδική τροχιά καθώς η οικονομία της Ευρωζώνης έδειχνε πλέον εμφανή σημάδια ανάκαμψης και η ανοδική πορεία της τιμής του πετρελαίου οδηγούσε σε πληθωριστικές πιέσεις.

Ακολουθούν διαγράμματα που είχαν προκύψει από την έρευνα αυτή του 2006 και περιλαμβάνουν προσδοκίες έως το 2010, δίνοντάς μας χρήσιμες πληροφορίες για το τι επικρατεί ή υπήρχε η προσδοκία ότι θα επικρατεί σήμερα.



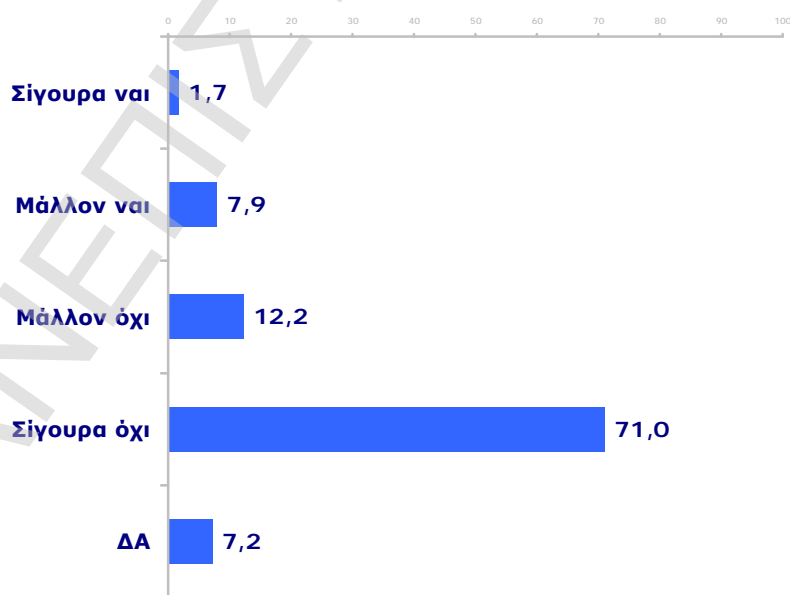
Διάγραμμα 11.1 : Ποσοστό νοικοκυριών που αγόρασαν / έκτισαν κατοικία ανά έτος

Ερώτηση 1: Συμφωνείτε ή διαφωνείτε ότι η αγορά κατοικίας στην πόλη σας αποτελεί μία πολύ ασφαλή επένδυση;



Διάγραμμα 11.2 : Αποτελέσματα για το αν η αγορά κατοικίας αποτελεί ασφαλή επένδυση

Ερώτηση 2: Στο ενδεχόμενο της ανόδου των τιμών των ακινήτων θα εξετάζατε το ενδεχόμενο πώλησης κάποιων από αυτά που διαθέτετε;



Διάγραμμα 11.3 : Απαντήσεις ερωτηθέντων για το αν θα πωλούσαν τα ακίνητά τους σε περίπτωση ανόδου των τιμών αυτών

11.1.4/. Πώς διαμορφώνεται η κατάσταση σήμερα;

Σε μικρό χρονικό διάστημα η Pasal Development απέκτησε ποσοστό 37% στην εισηγμένη Πειραιώς ΑΕΕΑΠ.

Η ΟΤΕEstate, θυγατρική του ΟΤΕ στον κλάδο των ακινήτων, κατέθεσε αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη λήψη άδειας σύστασης και λειτουργίας ΑΕΕΑΠ.

Παράλληλα, έως τα τέλη του έτους θα έχει εισαγάγει τις μετοχές της στο Χ.Α. και η MIG Real Estate ΑΕΕΑΠ, η οποία έχει ήδη λάβει τη σχετική άδεια.

Η Εθνική κινείται σε παρόμοιες κατευθύνσεις.

Εν γένει ενδιαφερόμενοι για τη σύσταση τέτοιων εταιρειών είναι κυρίως θυγατρικές τραπεζών. Όλες οι τράπεζες είναι εν δυνάμει ικανές να ιδρύσουν εταιρείες real estate. Άλλωστε, η Ε.Ε., με τη συνθήκη Βασιλεία ΙΙ, επιβάλλει πλέον στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μη διατηρούν πολλά περιουσιακά στοιχεία, αλλά να τα εκχωρούν σε θυγατρικές εταιρείες. Έτσι, συμφέρει να μεταφέρουν πάγια, όπως τα ακίνητά τους σε σχήματα, όπως οι ΑΕΕΑΠ. Εκτός όμως από τις τράπεζες και άλλοι φορείς, ακόμα και του Δημοσίου, όπως η ΔΕΗ, μπορούν να δημιουργήσουν ΑΕΕΑΠ, καθώς διαθέτουν σημαντικά περιουσιακά στοιχεία με τη μορφή ακινήτων, αρκεί αυτά βέβαια να αποδίδουν εισόδημα, δηλαδή ενοίκια.

Κεφάλαιο 12^ο :
Οι ελληνικές ΑΕΕΑΠ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

12/. Γενικά

Η ελληνική εκδοχή των REITs είναι οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ). Με το νόμο 2778/1999/Α-295 Αμοιβαία Κεφάλαια σε Ακίνητη Περιουσία – Εταιρείες 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 διττά 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 Χρηματιστήριο Αξιών, της Πειραιώς ΑΕΕΑΠ. Η δεύτερη εταιρεία που εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών (το Μάρτιο του 2006) και ήταν αντίστοιχης μορφής με την Πειραιώς ΑΕΕΑΠ, είναι η Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ η οποία είναι και μία από τις μεγαλύτερες και σημαντικότερες εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, για τα ελληνικά δεδομένα, με κερδοφορία (προ φόρων) περί τα 40 εκατομμύρια ευρώ (σημειώθηκε αύξηση 22% στα κέρδη προ φόρων σε σύγκριση με το 2006).

Η εισαγωγή και η ενεργοποίηση του θεσμού αυτού σε μία εποχή 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 αντιμετωπιστούν σε μεταγενέστερο χρόνο, λαμβάνοντας υπόψη και την εμπειρία των εταιρειών που ήδη λειτουργούν ή 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, 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 μία συλλογική επένδυση και σε 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. 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 προχωρήσουν 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.

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

12.1/. Το θεσμικό πλαίσιο των ΑΕΕΑΠ

Το μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχει ύψος 29.347.029,00 ευρώ (100.000.000,00 δρχ.), που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Οι μετοχές των εταιρειών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές, ενώ απαγορεύεται η έκδοση ιδρυτικών τίτλων.

Οι επενδύσεις των ΑΕΕΑΠ

Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται:

- Σε ποσοστό 70% τουλάχιστον 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 για επαγγελματική στέγη καθώς και για βιομηχανικό ή άλλο εμπορικό σκοπό. Τα ακίνητα αυτά μπορεί επίσης να είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή. Στην προκειμένη περίπτωση όμως, τα έξοδα αποπερατώσεως δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 25% της αξίας του ακινήτου όπως αυτό θα διαμορφωθεί μετά την αποπεράτωση ή επισκευή.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι στην έννοια των ακινήτων δε 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 τη σύστασή της. Εάν αυτό δε 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 μόνιμα στην Ελλάδα με φυσική εγκατάσταση. Ο έλεγχος της νομιμότητας της διαχείρισης της εταιρείας ασκείται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της και όχι από το Θεματοφύλακα.

Εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων

Η εταιρεία δημοσιεύει στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου, 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% 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 Χ.Α. 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 να διαθέτουν ακίνητη περιουσία, ή μετά από διάσπαση υφιστάμενης εταιρείας.

12.2/. Τα βασικά πλεονεκτήματα 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, όπως διατυπώθηκε και παραπάνω, δεν υφίσταται 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 διαχείρισεως 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 ¼ των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.

12.3/. Πειραιώς ΑΕΕΑΠ

12.3.1/. Ιστορία

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 συστάθηκε 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..

12.3.2/. Επενδυτική Πολιτική

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 διενεργούν ότι είναι αναγκαίο προς διασφάλιση της αυτόνομης διαχείρισης του χαρτοφυλακίου της Εταιρίας και της δυνατότητας των αρμόδιων στελεχών της να καθορίζουν και να υλοποιούν την επενδυτική πολιτική της, με αποκλειστικό γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών / μετόχων και της Εταιρίας, χωρίς διακριτική μεταχείριση ορισμένων εξ αυτών και δη των βασικών μετόχων.

Η επενδυτική πολιτική της Εταιρίας 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 Εταιρίας επιλέγονται με στόχο την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου ακινήτων της και την βελτίωση της περιουσιακής της διάρθρωσης. Επομένως βασικά κριτήρια λήψης αποφάσεων είναι ενδεικτικά:

- ο η ετήσια μισθωτική απόδοση του ακινήτου,
- ο η αξιοπιστία των μισθωτών,
- ο η γεωγραφική θέση του ακινήτου σε συνδυασμό με τις τάσεις της αγοράς,

- ο η προοπτική μελλοντικής υπεραξίας,
- ο η ποιότητα κατασκευής και συντήρησης των ακινήτων.

Οι πωλήσεις των ακινήτων επιλέγονται με στόχο αφενός τη μεγιστοποίηση της ωφέλειας της Εταιρίας και αφετέρου τη δημιουργία διαθέσιμων κεφαλαίων για επένδυση σε ακίνητα με μεγαλύτερες ή / και ασφαλέστερες αποδόσεις.

Στα πλαίσια της υποστήριξης της επενδυτικής πολιτικής της Εταιρίας ακολουθούνται τα παρακάτω:

- ο Επιλογή των υποψήφιων αντισυμβαλλόμενων (αγοραστών, πωλητών, μισθωτών και λοιπών συνεργατών) ύστερα από ενδελεγή έρευνα και αξιολόγηση της επιχειρηματικής τους επιφάνειας και αξιοπιστίας προκειμένου να εξασφαλίζονται όροι αρμονικής και αξιόπιστης επιχειρηματικής συνεργασίας.
- ο Διεξαγωγή νομικού και οικονομικού ελέγχου όπου κρίνεται απαραίτητο προ της υλοποίησης επιχειρηματικών συνεργασιών.
- ο Επαγγελματική διαχείριση και συντήρηση των ακινήτων εξασφαλίζοντας την εύρυθμη λειτουργία και περιοδική αναβάθμιση των ακινήτων.
- ο Συνεχή ενημέρωση και εμπλουτισμό των ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων του δικτύου δεδομένων της Εταιρίας που καλύπτει τις αγορές ακινήτων για τα σημαντικότερα αστικά κέντρα της χώρας μας προκειμένου να παρέχεται η δυνατότητα ευχερούς και ταχείας αναγνώρισης επενδυτικών προοπτικών.
- ο «Καλλιέργεια» επιχειρηματικών επαφών με τους μεγαλύτερους και πιο αξιόπιστους κατασκευαστές, συμβούλους και μεσίτες ακινήτων για την παρακολούθηση των τάσεων της αγοράς και τον προσδιορισμό επενδυτικών ευκαιριών.
- ο Παρακολούθηση και επεξεργασία των νέων διεθνών τάσεων στον χώρο των επενδυτικών προϊόντων που σχετίζονται με την εκμετάλλευση της ακίνητης περιουσίας με στόχο την αποδοτικότερη και ασφαλέστερη, για τους επενδυτές, διάρθρωση του χαρτοφυλακίου ακινήτων της Εταιρίας.

Η Εταιρία 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 Εταιρία υποχρεούται από το Νόμο να δημοσιεύει, στο 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.

12.3.3/. Μετοχική σύνθεση

Το μετοχικό κεφάλαιο της Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας Α.Ε.Ε.Α.Π. ανέρχεται σε εξήντα δύο εκατομμύρια είκοσι τρεις χιλιάδες επτακόσια έντεκα ευρώ και είκοσι λεπτά (€62.023.711,20), διαιρούμενο σε πενήντα τέσσερα εκατομμύρια οκτακόσιες ογδόντα οκτώ χιλιάδες διακόσιες σαράντα (54.888.240) κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας ενός ευρώ και δεκατριών λεπτών (1,13) η καθεμία.

Οι μετοχές της Εταιρίας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα δικαιώματα των μετόχων της Εταιρίας, που πηγάζουν από τη μετοχή της είναι ανάλογα με το ποσοστό του κεφαλαίου, στο οποίο αντιστοιχεί η καταβεβλημένη αξία της μετοχής.

Οι μέτοχοι της ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π. στις 31.12.2007, φαίνονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα :

ΜΕΤΟΧΟΙ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	% ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	21.238.588	38,69%
PASAL DEVELOPMENT Α.Ε.	20.353.776	37,08%
Επενδυτικό Κοινό	13.295.876	24,23%
ΣΥΝΟΛΟ	54.888.240	100,00%

Πίνακας 12.1 : Μετοχική σύνθεση για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ

12.3.4/. Οικονομικά Μεγέθη Εταιρείας

	Σημείωση	31.12.2007	31.12.2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Ενσώματα πάγια	7	1.126,83	1.768,39
Ψύλα περιουσιακά στοιχεία	8	571,88	480,57
Επενδύσεις σε ακίνητα	6	99.717.252,00	99.928.635,00
Λοιπές απαιτήσεις	10	36.128,56	36.128,56
		99.755.079,27	99.967.012,52
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Απαιτήσεις από πελάτες	9	190.375,79	243.141,81
Λοιπές απαιτήσεις	10	65.418,59	199.019,00
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	11	13.644.172,47	10.654.465,96
		13.919.966,85	11.096.626,77
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		113.675.046,12	111.063.639,29
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	62.023.711,20	62.023.711,20
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	13	163.190,75	163.190,75
Αποθεματικά	14	1.759.428,18	1.090.233,40
Κέρδη εις νέο	15	48.741.871,36	46.983.692,48
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		112.688.201,49	110.240.827,83
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	16	11.664,00	8.296,00
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	17	83.884,98	83.884,98
		95.548,98	92.180,98
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	18	608.256,54	566.014,75
Φόρος εισοδήματος	19	283.039,11	164.615,73
		891.295,65	730.630,48
Σύνολο υποχρεώσεων		986.844,63	822.811,46
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		113.675.046,12	111.063.639,29

Πίνακας 12.2 : Ισολογισμός για την Πειραιώς ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	Σημείωση	Χρήση που έληξε την	
		31.12.2007	31.12.2006
Έσοδα από μισθώματα επενδυτικών ακινήτων	5	7.974.973,90	7.776.749,85
Κέρδη από αναπροσαρμογή επενδυτ.ακινήτων σε εύλογες αξίες	5, 6	2.773.621,50	1.285.372,22
Κέρδη από πωλήσεις επενδυτικών ακινήτων	5	1.047.011,00	688.459,39
Έσοδα από τόκους	5	425.533,75	346.671,50
Σύνολο Λειτουργικών Εσόδων		12.221.140,15	10.077.252,96
Λειτουργικά έξοδα ακινήτων	21	(607.107,90)	(442.700,49)
Δαπάνες προσωπικού	22	(69.591,33)	(73.253,84)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	23	(1.794.256,22)	(974.232,41)
Αποσβέσεις	7, 8	(881,75)	(26.031,77)
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων		(2.471.837,20)	(1.516.218,51)
Κέρδη προ φόρων		9.749.302,95	8.561.034,45
Φόρος εισοδήματος	19	(550.675,77)	(336.772,31)
Κέρδη μετά από φόρους		9.198.627,18	8.224.262,14
Κέρδη ανά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους (σε €)			
Βασικά & Προσαρμοσμένα	24	0,17	0,15

Πίνακας 12.3 : Κατάσταση αποτελεσμάτων για την Πειραιώς ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.

12.4 / Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ

Η Eurobank Properties Α.Ε.Ε.Α.Π., η μεγαλύτερη εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα:

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

Με τη δυναμική και την αξιοπιστία της Eurobank Properties, αλλάζουν οι όροι της αγοράς, προς όφελος των επενδυτών.

12.4.1/ Ιστορικό και Ανάπτυξη

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 αυτές ισχύουν.

Τα γραφεία της Εταιρείας είναι ιδιόκτητα και βρίσκονται επί της οδού Σινιόσουγλου 6, Νέα Ιωνία Αττικής.

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 €11 εκατομμύρια. 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 €2 εκατομμυρίων 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.

12.4.2/. Επενδυτική Στρατηγική

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 υφιστάμενου 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 Τράπεζας 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.

- ο 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 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 προνομιακή θέση (prime commercial property) στην Ελλάδα, με έμφαση στα ακόλουθα χαρακτηριστικά:
 - ο Ελκυστικές και εξασφαλισμένες μισθωτικές αποδόσεις
 - ο Ταμειακές εισροές με ρυθμό αύξησης ίσο ή μεγαλύτερο από τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ)
 - ο Σαφείς ενδείξεις για μελλοντική υπεραξία
 - ο 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:
 - ο Διασπορά (diversification) των επενδύσεων ως προς το είδος ακινήτου, την τοποθεσία και τους μισθωτές
 - ο Αποτελεσματική διαχείριση των μισθώσεων και διασφάλιση της διαρκούς συνεργασίας με τους μισθωτές με στόχο την εξασφάλιση υψηλών ποσοστών πληρότητας των ακινήτων
 - ο Υψηλού επιπέδου τεχνική διαχείριση των κτιρίων με σκοπό την εξασφάλιση της ορθής συντήρησης των ακινήτων της Εταιρείας, την υπεραξία και την ελαχιστοποίηση του κόστους
 - ο 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, οι οποίοι 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.

12.4.3/. Διάρθρωση μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε 129.930.000,00 ευρώ, διαιρούμενο σε 61.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας ίσης με 2,13 ευρώ η κάθε μία. Όλες οι μετοχές της εταιρείας είναι κοινές, ονομαστικές, με δικαίωμα ψήφου, εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) και έχουν όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που καθορίζονται από το Νόμο.

Η μεταβίβαση των μετοχών της Εταιρείας γίνεται όπως ορίζει ο Νόμος και δεν υφίστανται εκ του καταστατικού της περιορισμοί στη μεταβίβασή τους.

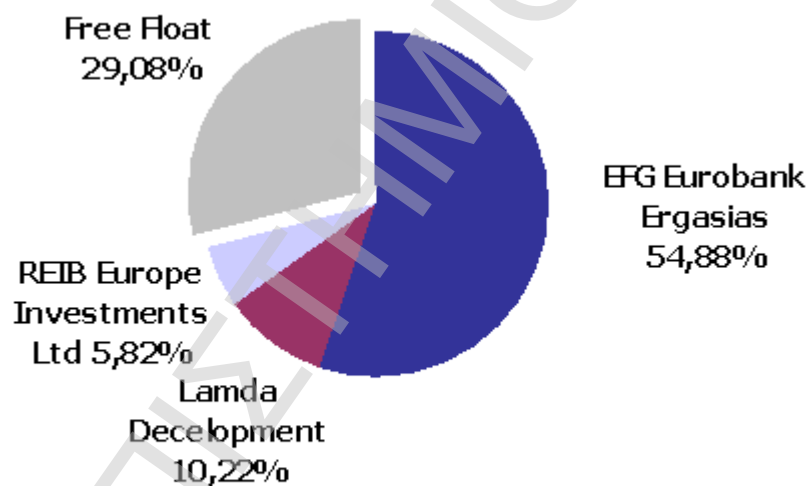
12.4.4/. Άμεσες και έμμεσες συμμετοχές

Με ημερομηνία 31/12/2007, η Τράπεζα Eurobank EFG Εργασίας Α.Ε. κατέχει ποσοστό 54,88% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, η Lamda Development κατέχει ποσοστό 10,22% και η REIB Europe Investments Ltd κατέχει ποσοστό 5,82%. Κανένα άλλο φυσικό ή νομικό πρόσωπο δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας.

Δεν υφίστανται μετοχές της Εταιρείας οι οποίες να παρέχουν ειδικά δικαιώματα ελέγχου στους κατόχους τους.

Δεν προβλέπονται, σύμφωνα και με το καταστατικό της εταιρείας, περιορισμοί στο δικαίωμα ψήφου.

Η μετοχική σύνθεση της Εταιρείας φαίνεται σχηματικά και παρακάτω στο διάγραμμα



Σύνολο Μετοχών: 61 εκατ. κοινές ονομαστικές

Διάγραμμα 12.1 : Μετοχική σύνθεση της Eurobank EFG Properties AEEAΠ

Ενοποιημένος και Εταιρικός ισολογισμός

	Σημείωση	Όμιλος		Εταιρεία	
		31/12/2007	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό					
Επενδύσεις σε ακίνητα	6	488.299	339.888	438.014	339.888
Ενώματα πάγια στοιχεία	7	3.487	1.067	3.487	1.067
Συμμετοχή σε θυγατρικές	8	-	-	34.545	-
Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση		178	-	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	21.808	89	21.758	89
		513.772	341.044	497.804	341.044
Κυκλοφορούν Ενεργητικό					
Εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις	9	4.697	4.878	6.356	4.878
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	10	256.112	72.901	255.163	72.901
		260.809	77.779	261.519	77.779
Σύνολο Ενεργητικού		774.581	418.823	759.323	418.823
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΘΗΤΙΚΟ					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
Μετοχικό κεφάλαιο	11	129.930	51.972	129.930	51.972
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	11	466.749	221.962	466.749	221.962
Λοιπά αποθεματικά	12	5.124	4.167	5.029	4.167
Κέρδη εις νέο		99.155	79.040	98.361	79.040
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		700.958	357.141	700.069	357.141
Αναβαλλόμενο Έσοδο		232	261	232	261
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια, συμπεριλαμβανομένων υποχρεώσεων χρηματοδοτικών μισθώσεων	13	51.756	52.796	37.638	52.796
		51.756	52.796	37.638	52.796
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	14	18.812	6.541	18.577	6.541
Μερίσματα πληρωτέα		22	-	22	-
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		1.536	615	1.520	615
Δάνεια, συμπεριλαμβανομένων υποχρεώσεων χρηματοδοτικών μισθώσεων	13	1.265	1.469	1.265	1.469
		21.635	8.625	21.384	8.625
Σύνολο υποχρεώσεων		73.623	61.682	59.254	61.682
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		774.581	418.823	759.323	418.823

Πίνακας 12.4 : Ισολογισμός για την Eurobank ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.

Ενοποιημένη και Εταιρική κατάσταση αποτελεσμάτων

	Επηρεάζει	2007		2006	
		Έτος που λήξε	Έτος που λήξε	Έτος που λήξε	Έτος που λήξε
Κύριος εργασιών					
Ποσικά αποτελέσματα	19	26.526	21.698	26.030	21.698
Κέρδη από πώληση επενδυτικών ακινήτων	15	1.070	-	1.070	-
		27.596	21.698	27.070	21.698
Καθαρά κέρδη από αναπροσαρμογή των επενδύσεων σε κίνητρα σε εύλογη αξία	6	19.568	15.252	19.289	15.252
Έξοδα επίδοσης και συντηρήσεων		(111)	(170)	(100)	(170)
Έξοδα από φορολογικές επιπτώσεις	20	(2.405)	(1.100)	(2.405)	(1.100)
Λοιπά έσοδα/έξοδα αναζήματα μελλοντικών, σε εύλογη	18	(1.260)	(266)	(1.001)	(266)
Αμοιβές και έσοδα προσωπικού	17	(329)	(309)	(329)	(309)
Απώλειες εκκαθάρισης τραπεζικών στοιχείων	7	(10)	(9)	(10)	(9)
Λοιπά έσοδα		708	147	548	147
Μη επεκταμένα ΦΠΑ / προηγούμενη, εφάπαξ		-	(300)	-	(300)
Λοιπά έσοδα	18	(1.608)	(1.074)	(1.525)	(1.074)
Λειτουργικά κέρδη (EBIT)		40.066	32.689	39.062	32.689
Έσοδα από ενοίκια		2.266	1.798	2.270	1.798
Χρηματοοικονομικά έσοδα	19	(2.592)	(2.002)	(2.212)	(2.002)
Κέρδη προ φόρων		39.740	32.485	39.118	32.484
Φόρος προσωπικού	20	(2.565)	(1.141)	(2.465)	(1.141)
Καθαρά κέρδη περιόδου		37.175	31.308	36.581	31.308
Κέρδη ανά μετοχή (εκφρασμένα σε € ανά μετοχή)					
- Βασικά και Απαρτιωμένα	22	1,48	1,36	-	-

Πίνακας 12.5 : Κατάσταση αποτελεσμάτων για την Eurobank ΑΕΕΑΠ για το 2007 και σύγκριση με το 2006.

ΜΕΡΟΣ Β':

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 13^ο:
Εμπειρικές μελέτες για τις αποδόσεις των REITs

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

13.1/. Αποδόσεις Real Estate – REITs και Πληθωρισμός

Ένα βασικό πρόβλημα όλων των επενδυτών είναι το πώς θα προστατεύσουν 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 ΗΠΑ και σε διάφορες άλλες χώρες δε σχετίζονται καθόλου ή σχετίζονται αντιστρόφως ανάλογα με τον πληθωρισμό, σε αντίθεση με την υπόθεση του Fischer στα 1930. (Fama and Schwert, 1977; Fama, 1982;). Οι περισσότερες μελέτες με αντικείμενο τη σχέση μεταξύ της απόδοσης των REITs και του πληθωρισμού καταλήγουν σε παρόμοια συμπεράσματα. 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, πιο συγκεκριμένα, έναντι του αναμενόμενου πληθωρισμού.

13.1.1/. 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 το 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 αναπτυχθεί, τόσο σε διάφορες χώρες, όσο και στις ΗΠΑ. Οι Fama and Schwert στα 1977, των οποίων η μελέτη αποτελεί μία από τις σημαντικότερες που έχουν εκπονηθεί σε αυτό τον τομέα, συμπεραίνουν ότι οι κατοικίες είναι απόλυτα αντισταθμισμένες απέναντι σε κάθε είδους πληθωρισμό. Δέκα χρόνια αργότερα η εργασία των Hartzell, Heckman and Miles (1987) για τις εταιρείες ακίνητης περιουσίας εξετάζει ένα χαρτοφυλάκιο με εμπορικά ακίνητα και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι είναι καλά αντισταθμισμένο έναντι των διακυμάνσεων του αναμενόμενου και του μη αναμενόμενου πληθωρισμού (expected and unexpected inflation) για την περίοδο 1973 – 1983, επιβεβαιώνοντας, έτσι, και τους Fama and Schwert.

Στα 1989, οι Rubens, Bond and Webb βρίσκουν ότι τα εμπορικά ακίνητα, οι κατοικίες και η αγροτική γη είναι μεν καλά αντισταθμισμένα απέναντι στον πληθωρισμό, αλλά όχι απόλυτα. Γενικότερα, τα αποτελέσματα των μελετών δεν είναι απόλυτα για τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό. 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.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των μελετών σε ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο, γενικά, υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι κοινές μετοχές δεν είναι καλά αντισταθμισμένες απέναντι στον πληθωριστικό κίνδυνο. Εξετάζοντας τη σχέση ανάμεσα στον πληθωρισμό και τις αποδόσεις των κοινών μετοχών από το 1950 έως το 1980, οι **Hasbrouck** (1983) και **Gultekin** (1993) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός εξηγεί την αρνητική σχέση ανάμεσα στα δύο μεγέθη.

13.1.2/. 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. Στα 1995, σύμφωνα με τους **Yobaccio E., J. Rubens and D.C. Ketcham**, μία λογική ακολουθία θα ήταν να χρησιμοποιούνται δεδομένα της αγοράς για την αξία των REITs αντί για τις εκτιμηθείσες αξίες (appraisal values). Οι αγοραίες αποδόσεις (publicly traded returns) των REITs αντικατοπτρίζουν την αξία του εισοδήματος και της εκτιμηθείσας τιμής των υποκειμένων τίτλων, που διαμορφώνονται σε μία 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 (**Chan K.C., P.H. Hendershott and A.B. Sanders, 1990; Yobaccio et al., 1995**).

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 πρώτοι υποστηρίζουν στα 1988 ότι οι αποδόσεις των REITs αντισταθμίζονται ικανοποιητικά έναντι του αναμενόμενου πληθωρισμού, ενώ δεν ισχύει το ίδιο και για τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό. Οι **Chen and Tzang** στα 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 τιλοποιημένη ακίνητη περιουσία και αυτών που εξετάζουν την τιλοποιημένη ακίνητη περιουσία, δηλαδή τα REITs. 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 και οι κλασσικές οικονομικές θεωρίες αδυνατούν να απεικονίσουν.

Τέλος, οι **Chatrath** και **Liang** στα 1998 υποστηρίζουν στη μελέτη τους ότι δεν υπάρχουν επαρκείς αποδείξεις, οι οποίες να στηρίζουν την υπόθεση ότι η φαινομενική έλλειψη συσχέτισης μπορεί να αποδοθεί στο χρηματιστηριακό κομμάτι των REITs.

Κεφάλαιο 14^ο:
Μέθοδοι Αποτίμησης Ακινήτων

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

14.1/. Εισαγωγή

Η πραγματική ιδιοκτησία, όπως ορίστηκε και παραπάνω, είναι όλα τα ενδιαφέροντα, τα οφέλη, τα δικαιώματα και οι επιβαρύνσεις έμφυτα στην ιδιοκτησία της φυσικής ακίνητης περιουσίας, όπου η ακίνητη περιουσία είναι το έδαφος μαζί με όλες τις βελτιώσεις που επισυνάπτονται μόνιμα σε αυτό καθώς και όλα τα εξαρτήματα που συνδέονται με αυτό.

Η αποτίμηση της ακίνητης περιουσίας απαιτείται για να παρέχει ένα ποσοτικό μέτρο της αξίας της. Οι αποτιμήσεις απαιτούνται και πραγματοποιούνται συχνά από διάφορους φορείς στην αγορά. Αυτοί μπορεί να είναι:

- πράκτορες ακινήτων περιουσιών
- εκτιμητές
- αξιολογητές
- μεσίτες
- υπεύθυνοι για την ανάπτυξη ιδιοκτησίας
- επενδυτές και διαχειριστές κεφαλαίων
- δανειστές
- ερευνητές και αναλυτές αγοράς
- ιδιοκτήτες οποιασδήποτε μορφής ακίνητης περιουσίας
- άλλοι ειδικοί και σύμβουλοι

Η αποτίμηση λοιπόν γενικά, αλλά και ειδικά στην περίπτωση των ακινήτων, είναι μία διαδικασία που παράγει πληροφορία ή πρόβλεψη και η οποία χρησιμεύει στη λήψη απόφασης στα πλαίσια κάποιου σχεδιασμένου προγράμματος επένδυσης από μεμονωμένους επενδυτές ή από επιχειρήσεις. Ο σκοπός για τον οποίο γίνεται η αποτίμηση – εκτίμηση για τα ακίνητα αποτελεί βασικό στοιχείο για τη λύση του προβλήματος. Η ακριβής γνώση του σκοπού οδηγεί στη σωστή προσέγγιση της τιμής, που εξυπηρετεί το συγκεκριμένο σκοπό.

14.1.1/. Η μέθοδος DCF στην ακίνητη περιουσία

Για να αποτιμήσουμε ένα ακίνητο είναι απαραίτητα τα παρακάτω:

- Να μετρήσουμε τον κίνδυνο της επένδυσης του ακινήτου και να εκτιμήσουμε το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο που εμπεριέχει τον κίνδυνο αυτό.
- Να εκτιμήσουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές του ακινήτου για τη διάρκεια της χρήσης του.
- Να υπολογίσουμε την τελική αξία του ακινήτου μετά το τέλος του επενδυτικού ορίζοντα.

Κίνδυνος – Προεξοφλητικά επιτόκια και εφαρμογή τους στην αποτίμηση ακινήτων

Κίνδυνος και μέτρηση κινδύνου

Απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η διαφορά μεταξύ της τελικής αξίας του, συμπεριλαμβανομένων τυχόν επιπρόσθετων ροών και της αρχικής αξίας, διαιρούμενης με την αρχική αξία.

Κίνδυνος είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει για την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου αποτελέσματος. Είναι, δηλαδή, η διαφορά μεταξύ πραγματοποιηθεισών και αναμενόμενων αποδόσεων του περιουσιακού στοιχείου που κατέχει ο επενδυτής.

Επιπρόσθετα, ένα απλό υπόδειγμα της προσέγγισης της δίκαιης τιμής ενός ακινήτου είναι ο προσδιορισμός της αναμενόμενης απόδοσης του ακινήτου.

$E_t(R_{t+1}^h) = E_t(P_{t+1} + D_{t+1}) / P_t$, όπου P_{t+1} είναι η προσδοκώμενη μελλοντική τιμή του ακινήτου, το D_{t+1} είναι η αξία των μελλοντικών ενοικίων, με δεδομένη όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση τη χρονική στιγμή t . Αυτό προϋποθέτει ότι τα μελλοντικά ενοίκια είναι γνωστά τη χρονική στιγμή t και ότι τα ασφάλιστρα κινδύνου είναι σταθερά στην αγορά ακινήτων διαχρονικά.

Ο μεμονωμένος κίνδυνος του περιουσιακού στοιχείου μετράται με την τυπική απόκλιση (standard deviation) η οποία δίνεται από τον τύπο:

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{1}{T-1}} * \sqrt{\sum_{t=1}^T (r_{pt} - \bar{r}_p)^2}$$

όπου:

r_{pt} : η απόδοση (μηνιαία, εβδομαδιαία, εξαμηνιαία κλπ) του στοιχείου ζωής του στοιχείου p μέσα σε μία χρονική περίοδο

\bar{r}_p : η μέση απόδοση του στοιχείου p για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο

T : ο αριθμός των παρατηρήσεων

Οι επενδυτές όμως έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν και σε άλλες εναλλακτικές επενδύσεις και αυτό που πρωτίστως θα πρέπει να τους ενδιαφέρει, δεν είναι ο συνολικός κίνδυνος του περιουσιακού τους στοιχείου αλλά μόνο εκείνο το μέρος του κινδύνου που παραμένει όταν η συγκεκριμένη επένδυση συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο τους. Το ποσό με το οποίο ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου αυξάνεται όταν ένα επενδυτικό στοιχείο συμπεριλαμβάνεται σε αυτό, είναι γνωστό ως *κίνδυνος αγοράς* ή *συστηματικός κίνδυνος* (market risk). Ο συστηματικός κίνδυνος μιας

επένδυσης, οφείλεται σε όλους εκείνους τους παράγοντες – πολιτικούς, οικονομικούς και άλλους – που επηρεάζουν συνολικά τις επενδύσεις. Τέτοιοι είναι οι διαρθρωτικές μεταβολές στην εγχώρια οικονομία, οι μεταβολές της παγκόσμιας οικονομίας, οι μεταβολές της παγκόσμιας ενεργειακής κατάστασης κλπ.

Το υπόλοιπο τμήμα του συνολικού κινδύνου που μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης, είναι γνωστός ως μη συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος (unsystematic risk). Ο μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι είναι μοναδικοί για κάθε επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο και είναι ανεξάρτητοι των οικονομικών, πολιτικών και άλλων παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν κατά συστηματικό τρόπο τις επενδύσεις.

Από τα δύο αυτά συστατικά του κινδύνου ο συστηματικός είναι αυτός για τον οποίο θα ανταμειφθεί ο επενδυτής.

Ένας από τους πολλούς τρόπους μέτρησης του συστηματικού κινδύνου είναι και το **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**. Πάνω στο CAPM θα βασιστούμε για να προχωρήσουμε στον υπολογισμό του cost of equity.

Οι παραδοχές του μοντέλου είναι:

- Όλα τα περιουσιακά στοιχεία είναι εμπορεύσιμα
- Μπορεί να αγοράσει και να πουλήσει κάποιος ένα οποιοδήποτε ποσοστό περιουσιακού στοιχείου
- Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών
- Όλοι οι επενδυτές έχουν την ίδια πληροφόρηση
- Δεν υπάρχουν στην αγορά υποτιμημένα ή υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία.

Υπό αυτές τις παραδοχές δίνεται η δυνατότητα στον επενδυτή να κατέχει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και ως κίνδυνος αγοράς θεωρείται ο κίνδυνος που προστίθεται από κάθε νέα επένδυση στο χαρτοφυλάκιο.

Ο τύπος υπολογισμού είναι:

$$E(R_i) = R_f + b_i * [E(R_m) - R_f]$$

όπου:

$E(R_i)$: η προσδοκώμενη απόδοση του στοιχείου i

R_f : το επιτόκιο άνευ κινδύνου

b_i : ο συντελεστής βήτα του στοιχείου i

$E(R_m)$: η προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

Ο συντελεστής βήτα δείχνει πόσο μεταβάλλεται η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με την αγορά. Είναι, λοιπόν, ένα σχετικό μέτρο κινδύνου και όχι απόλυτο όπως είναι η τυπική απόκλιση.

Ο τύπος που ορίζει το συντελεστή βήτα είναι:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(i, m)}{S_m^2} = \frac{\text{Cov}(i, m)}{\text{Var}(m)}$$

Διαφοροποίηση στην αγορά ακινήτων

Το πρώτο ερώτημα που προκύπτει είναι το αν ο επενδυτής των ακινήτων είναι επαρκώς διαφοροποιημένος για να μπορέσουμε, μέσω του **CAPM**, να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου (cost of equity).

Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι οι επενδύσεις σε ακίνητα απαιτούν μεγάλα χρηματικά ποσά και είναι δύσκολο για έναν επενδυτή να μπορεί να διαφοροποιηθεί επαρκώς. Επίσης, θεωρούν πως η αγορά ακινήτων απαιτεί ιδιαίτερη γνώση των τοπικών συνθηκών που επικρατούν. Το πρώτο που ενδιαφέρει κάποιον επενδυτή είναι το να επενδύσει σε ακίνητα ή όχι.

Κατά τον **Damodaran** (2002) ο επενδυτής που επενδύει έμμεσα (μέσω REITs) μπορεί να διαφοροποιηθεί γιατί έχει τη δυνατότητα να τοποθετηθεί με μικρά ποσά όπως αυτός νομίζει. Αυτοί που επενδύουν άμεσα το κάνουν από προσωπική επιλογή και επειδή κρίνουν ότι γνωρίζουν την αγορά. Είναι ανάλογο με αυτούς που επενδύουν σε μετοχές νέας τεχνολογίας ή άλλες μετοχές χαμηλού ή υψηλού ρίσκου.

Συντελεστής βήτα και χαρτοφυλάκιο αγοράς

Μετριέται και πώς ο κίνδυνος της άμεσης επένδυσης σε ακίνητα; Το βήτα των μετοχών μπορεί να εκτιμηθεί γιατί οι τιμές των μετοχών είναι άμεσα διαθέσιμες για όποια περίοδο απαιτείται, κάτι που συμβαίνει και με το δείκτη αναφοράς. Οι τιμές των ακινήτων όμως που πωλούνται και αγοράζονται δεν εμφανίζουν τέτοια συχνότητα σαν αυτές των μετοχών. Επίσης, δε δημοσιοποιούνται και δεν έχει πρόσβαση ο κάθε ενδιαφερόμενος. Επιπλέον τα ακίνητα διακρίνονται σε διάφορους τύπους (γραφεία, κατοικίες, βιομηχανικά ακίνητα κλπ) και υφίσταται διαφορετικός κίνδυνος για κάθε κατηγορία.

Ένας τρόπος είναι μέσω των *REITs* (*Real Estate Investment Trusts*) αλλά και αυτά επειδή διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές είναι πιθανό να οδηγήσουν σε διαφορετικές τιμές και κατά συνέπεια αποδόσεις με αυτές των πραγματικών ακινήτων.

Ένας πιο αναλυτικός δείκτης που υπάρχει στις Ηνωμένες Πολιτείες, είναι ο δείκτης Frank Russell και βασίζεται στις αποτιμήσεις 1.000 ακινήτων που κατέχουν διάφορα ιδρύματα Real Estate. Αν και πολλά από αυτά τα ακίνητα δεν εμπορεύονται κάθε περίοδο, ο δείκτης για αυτά βασίζεται σε εκτιμήσεις.

Οι Ibbotson και Siegal έχουν δημιουργήσει ένα δείκτη με αποδόσεις ακινήτων χωρίς μόχλευση και τέλος οι Case και Shiller κατασκεύασαν ένα δείκτη χρησιμοποιώντας πραγματικές τιμές παρά εκτιμήσεις για τα ακίνητα των αστικών περιοχών.

Για να υπολογίσουμε το beta μιας μετοχής μπορούμε να τρέξουμε μια παλινδρόμηση της μορφής $R_i = a_i + b * R_m$ όπου R_i - η εξαρτημένη μεταβλητή - οι αποδόσεις της μετοχής για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και R_m - η ανεξάρτητη μεταβλητή - οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς (δείκτης benchmark) για την ίδια περίοδο.

Επίσης, επειδή τα ακίνητα δεν έχουν καθημερινές αποδόσεις, είναι σίγουρο ότι οι παρατηρήσεις για τις οποίες θα υπολογιστεί η παλινδρόμηση θα οδηγήσουν σε ένα μη λογικό βήτα. Ακόμα, έχει παρατηρηθεί ότι οι αποδόσεις των ακινήτων και των μετοχών δεν κινούνται όμοια σε μεγάλα οικονομικά γεγονότα. Πολλοί αναλυτές παλινδρομούν τις αποδόσεις ανά κατηγορία ακινήτου (γραφεία, κατοικίες, κλπ) που παίρνουν από το δείκτη Frank Russell, το δείκτη των Ibbotson και Siegal κλπ με το γενικό δείκτη της αγοράς. Βέβαια, οι παραπάνω δείκτες είναι βασισμένοι σε εκτιμήσεις, κάτι που μπορεί και να οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα.

Κάποιοι άλλοι αναλυτές χρησιμοποιούν ως δείκτη τις αποδόσεις των REITs, τα οποία και παρέχουν καθημερινές αποδόσεις. Αυτή η παραδοχή θα ήταν απόλυτα σωστή εάν υπήρχαν και REITs ανά κατηγορία ακινήτου (αποθήκες, βιομηχανικά κτίρια κλπ).

Αναλυτές υποστηρίζουν πως αν η αγορά των ακινήτων θεωρηθεί ως ημι - ισχυρή (semi - strong market efficiency), τότε οι τιμές των μετοχών που αναφέρονται στο real estate αντικατοπτρίζουν πλήρως τις τιμές στις άμεσες επενδύσεις ακινήτων.

Σε περίπτωση που κάποιος επενδύει άμεσα σε ακίνητα χωρίς να έχει επιτύχει κάποια διαφοροποίηση (πράγμα σύνηθες για αυτού του είδους επενδυτές), ο **Damodaran** (2002) χρησιμοποιεί την έννοια του *total beta*:

Total beta = beta αγοράς (REITs) / συντελεστής συσχέτισης αγοράς και χαρτοφυλακίου ακινήτων επενδυτή.

Υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου (cost of equity)

Έχοντας υπολογίσει (με τις κατάλληλες και απαραίτητες παραδοχές και τεχνικές που θα λάβουν υπόψη και την έλλειψη ρευστότητας η οποία και διακρίνει αυτού του είδους την επένδυση σε ακίνητα από οποιαδήποτε άλλη επένδυση σε χρηματοοικονομικά προϊόντα) το κόστος κεφαλαίου των κοινών μετοχών, επόμενο στάδιο είναι ο υπολογισμός του **WACC (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)**.

Το μέσο σταθμικό κόστος δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = (k_e * E/V) + ([k_d * (1-T)] * D/V) + (k_p * P/V)$$

όπου:

k_e το κόστος των κοινών μετοχών (από το CAPM)

k_d το κόστος δανεισμού

k_p το κόστος των προνομιούχων μετοχών

E (market value of equity) η αγοραία αξία των κοινών μετοχών

- D (market value of debt) η αγοραία αξία δανειακών κεφαλαίων
- P (market value of preferred stocks) η αγοραία αξία των προν/χων μετοχών
- V (market value of firm) η αγοραία αξία του συνόλου της επιχ/σης
- T ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης

Ο παραπάνω τύπος έχει εφαρμογή σε εισηγμένες εταιρείες όπου είναι διαθέσιμα όλα τα απαραίτητα στοιχεία. Τι γίνεται στην περίπτωση επένδυσης σε ακίνητα από ιδιώτη επενδυτή ή από εταιρεία μη εισηγμένη;

Παρόμοια με τις μετοχές, θα πρέπει να υπολογιστεί το κόστος δανεισμού. Για το κόστος δανεισμού υπάρχουν δύο τρόποι: Ο πρώτος είναι η χρησιμοποίηση του επιτοκίου για πρόσφατο δανεισμό με σκοπό την επένδυση στο ακίνητο. Εάν δεν υφίσταται πρόσφατος δανεισμός, μπορεί να ακολουθηθεί η εμπειρική τεχνική που συνδυάζει το δείκτη κάλυψης τόκων (interest coverage ratio) $EBIT / Interest Expenses$ και το περιθώριο χρεοκοπίας (probability of default spread) της επιχείρησης που αντιστοιχεί στο επίπεδο αυτό του δείκτη, ξεχωριστά για μεγάλες, μικρές εταιρείες και εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Στην περίπτωση αυτή το κόστος δανεισμού θα είναι το άθροισμα της απόδοσης του 10ετούς κρατικού ομολόγου που είναι χωρίς κίνδυνο (risk free) και του default spread που αντιστοιχεί στο δείκτη κάλυψης τόκου. Αν μάλιστα υπάρχει και κίνδυνος χρεοκοπίας χώρας (country risk spread) > 0 πρέπει να προστεθεί και το default spread της χώρας.

Για τον υπολογισμό των αναλογιών της αγοραίας αξίας των κοινών μετοχών και του κόστους δανεισμού ως προς τη συνολική αγοραία αξία της επιχείρησης, μπορούμε να προσεγγίσουμε με το μέσο δείκτη ομοειδών εισηγμένων εταιρειών. Βασική προϋπόθεση είναι η εξεταζόμενη εταιρεία να προσομοιάζει σχετικά με αυτές του δείκτη. Εάν δεν υπάρχει η δυνατότητα αυτή, τότε να χρησιμοποιηθεί ο δείκτης που προκύπτει από το πώς χρηματοδοτήθηκε η συγκεκριμένη επένδυση στο ακίνητο.

Υπόδειγμα Αποτίμησης REIT Stocks

Σύμφωνα με το CAPM, ο συστηματικός κίνδυνος είναι ο μοναδικός κίνδυνος που μπορεί να ερμηνεύσει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών, δηλαδή οι υπερβάλλουσες αποδόσεις μιας μετοχής μπορούν να ερμηνευτούν μονάχα από τις υπερβάλλουσες αποδόσεις της αγοράς σε σχέση με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Ωστόσο εμπειρικές μελέτες αποδεικνύουν ότι τα πολυπαραγοντικά υποδείγματα μπορούν να ερμηνεύσουν καλύτερα τις αποδόσεις των μετοχικών τίτλων. Αρκετές μελέτες συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι οι οποιεσδήποτε υπερβάλλουσες αποδόσεις των REIT stocks οφείλονται στην «ψευδαίσθηση» των επενδυτών κατά την εκτίμηση των κινδύνων (Chan, Hendershott and Sanders, 1990; Liu, Grissom and Hartzell, 1995; Peterson and Hsieh, 1997). Οι Fama και French (1992), ομοίως κατέληξαν ότι αν το *value* χαρτοφυλάκιο συνοδεύεται από υψηλότερες αποδόσεις τότε θα ενέχει και περισσότερο κίνδυνο. Συνεπώς οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των *value* μετοχών σχετίζονται με την έκθεση των επενδυτών σε μεγαλύτερο κίνδυνο.

Η εμπειρική έρευνα περιλαμβάνει REITs και Real Estate Investments & Services που διαπραγματεύονται στο NYSE, στο AMEX και στο Nasdaq για την τριετία 2005-2007. Τα δεδομένα των αποδόσεων αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson Financial Datastream. Το δείγμα αποτελείται από 202 μετοχές.

Στη εμπειρική μελέτη θα εξετάσουμε την ευαισθησία των μετοχών στις μεταβολές της αγοράς, καθώς επίσης και στις μεταβλητές του υποδείγματος Fama-French την HML και την SMB, για την περίοδο των 36 μηνών.

Οι Κίνδυνοι που σχετίζονται με τις REIT Stocks

Στην ενότητα αυτή θα εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των κινδύνων που ενέχουν. Για σύγκριση θα εξετάσουμε τρία εναλλακτικά μέτρα κινδύνου: α) Το συνολικό κίνδυνο των μετοχών που εκφράζεται από την τυπική απόκλιση, β) το συντελεστή beta που εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο από το υπόδειγμα των Sharpe-Litner's CAPM και γ) τους παράγοντες των Fama-French (1996) στο τριπαραγοντικό υπόδειγμα.

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{1}{T-1}} * \sqrt{\sum_{t=1}^T (r_{pt} - \bar{r}_p)^2}$$

$$R_i - R_f = a_i + b_i(R_M - R_f) + e_i$$

$$R_i - R_f = a_i + b_i(R_M - R_f) + s_iSMB + h_iHML + e_i$$

Όπου R_i είναι η μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών, R_M είναι η μηνιαίες αποδόσεις της αγοράς, οι οποίες υπολογίστηκαν ως οι σταθμισμένες με βάση τη κεφαλαιοποίηση μηνιαίες αποδόσεις όλων των μετοχών του NYSE, του AMEX και του Nasdaq. Το R_f είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο, η προσεγγίζεται από την απόδοση των τριμήνων T-Bill των Η.Π.Α.. Η μεταβλητή a_i είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση. Το b_i beta της i th REIT stock (β_i). Τα *SMB* (small minus big) και *HML* (high minus low) είναι οι παράγοντες των Fama και French για το μέγεθος και για τους παράγοντες *B/M αντίστοιχα* τα οποία προήλθαν από την ιστοσελίδα του French.

**Αποτελέσματα του Υποδείγματος των Sharpe Litner,
Μηνιαία Στοιχεία, 2005-2007**

REIT Stock	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
ACADIA REAL.TST.SHRE. BEN INT	-0,141	-0,291	0,732	1,838	24,12%	5,25%
AGREE REALTY	-0,067	-0,168	1,026	3,084	34,79%	4,73%
ALESCO FINL.	1,868	1,891	1,594	1,955	22,81%	10,67%
ALEXANDER'S	0,403	0,589	1,561	2,762	38,91%	8,31%
ALEXANDRIA RLST.EQTIES.	-0,083	-0,170	1,226	3,038	36,30%	5,81%
AMB PR.	-0,500	-1,204	1,191	3,472	37,15%	4,97%
AMER.MGE.ACCEP.SH.S.BENL. INT.	0,959	0,600	3,847	2,915	23,88%	17,38%
AMERICAN CAMPUS COMMNS.	0,139	0,259	0,943	2,128	22,37%	5,78%
AMERICAN HOME MGE.INV.	7,415	3,138	5,472	2,805	33,71%	27,53%
AMERICAN LD.LEASE	0,199	0,402	0,612	1,499	19,88%	5,24%
AMREIT 'A'	0,299	0,868	0,122	0,430	22,18%	3,70%
ANNALY CAPITAL MAN.	-0,117	-0,179	0,833	1,548	7,46%	6,43%
ANTHRACITE CAP.	1,346	2,564	1,247	2,878	36,70%	6,26%
ANWORTH MGE.ASSET	0,730	0,782	0,543	0,704	10,10%	9,34%
APARTMENT INV.& MAN.'A'	1,006	1,703	1,601	3,283	38,83%	7,16%
ARBOR REALTY TST.	1,517	3,272	1,406	3,672	52,36%	6,37%
PACIFIC OFFE.PROPS.TST.	2,381	0,878	0,725	0,324	8,92%	26,94%
ASHFORD HOSPLTY.TST.	0,819	1,562	0,857	1,979	46,52%	6,80%
ASSOCIATED ESTATES REAL.	1,095	1,242	0,862	1,184	9,57%	8,79%
AVALONBAY COMMNS.	0,540	0,981	1,711	3,767	43,74%	6,96%
BERKSHIRE INC.REALTY 9% 'A' CUM.RED.PF.SEC.S.	0,400	1,114	0,520	1,754	13,28%	3,66%
BIMINI CAPITAL MAN.	4,514	3,144	3,483	2,938	34,47%	16,83%
BIOMED REALTY TRUST	0,161	0,287	1,165	2,514	33,55%	6,53%
BOSTON PROPS.	-0,043	-0,074	1,424	2,933	27,05%	6,53%
BRANDYWINE REAL.TST.SHBI NEW	1,123	1,895	1,343	2,745	45,27%	7,60%
BRE PROPERTIES	0,872	1,479	1,721	3,536	41,83%	7,33%
BRT REALTY TRUST	1,305	1,956	0,405	0,736	20,86%	7,11%
CAMDEN PROPERTY TST.	0,666	1,067	1,610	3,124	32,20%	7,19%
CAP.ALL.INC.TST.	0,348	0,260	1,208	1,093	4,15%	12,97%
CAP.CROSSING PF.SR.D NON CUM.EXH.	0,080	0,528	0,104	0,829	6,03%	1,48%
CAP.TST.'A'	0,735	1,037	1,277	2,182	14,36%	7,27%
CAPITAL AUTV.RED.PF.SH.S. SER.A 7.50% REIT.	0,124	0,181	-0,367	-0,648	1,92%	6,57%
CAPITAL REAL.INV.LP UTS.	0,769	1,188	1,651	3,089	25,03%	7,10%
CAPITALSOURCE	0,289	0,586	0,905	2,224	14,85%	5,07%
CAPLEASE	-1,187	-1,398	0,611	0,872	26,30%	9,38%
CAPSTEAD MGE.	0,409	0,687	1,757	3,575	35,39%	7,02%
CBL & ASSOCIATES PROPS.	0,688	1,342	1,084	2,560	29,04%	5,78%
CEDAR SHOP.CENTERS	0,825	1,234	1,688	3,056	35,46%	7,90%
COLONIAL PROPS.TST.	0,315	0,505	1,173	2,281	36,83%	7,43%
CORPORATE OFFICE PROPS. TST.	0,130	0,215	1,461	2,928	33,08%	7,01%
COUSINS PROPS.	0,182	0,313	1,649	3,423	34,26%	6,83%
REIT Stock	Jensen's	t-	beta	t-	R-	Standard

	alpha	statistic	coef.	statistic	squared	Deviation
DEVELOPERS DIVR.REAL.	1,104	2,091	1,429	3,281	36,30%	6,27%
DIAMONDROCK HOSPITALITY	0,005	0,007	1,198	2,248	37,48%	7,74%
DIGITAL REALTY TST.	0,610	1,194	1,116	2,646	36,92%	6,10%
DUKE REALTY	-0,244	-0,643	0,087	0,278	5,97%	3,72%
DYNEX CAP.	-0,047	-0,113	1,038	2,987	33,66%	4,90%
EASTGROUP PROPS.	2,013	1,278	3,491	2,686	28,35%	17,65%
ECC CAPITAL	0,679	1,029	0,082	0,150	19,02%	6,96%
EDUCATION REAL.TST.	0,007	0,011	1,377	2,585	25,48%	7,09%
ENTERTAINMENT PROPS. TST.BEN.INT.	-0,045	-0,097	0,984	2,554	33,92%	5,45%
EQUITY LIFESTYLE PROPS.	-0,169	-0,304	1,545	3,374	35,93%	6,57%
EQUITY ONE	0,115	0,212	1,681	3,771	38,81%	6,55%
EQUITY RESD.TST.PROPS. SHBI	0,024	0,042	1,378	2,920	34,62%	6,71%
ESSEX PROPERTY TST.	0,013	0,026	1,221	2,826	43,52%	6,60%
EXTRA SPACE STRG.	-0,218	-0,395	1,027	2,248	24,49%	6,04%
FEDERAL REALTY INV.TST.	0,722	1,357	0,772	1,757	52,96%	7,36%
FELCOR LODGING TST.	3,255	2,374	-0,830	-0,733	19,33%	14,48%
FELDMAN MALL PROPERTIES	-0,083	-0,155	0,897	2,035	22,60%	5,76%
FIRST INDL.REALTY TST.	0,585	1,064	0,788	1,737	32,91%	6,37%
FIRST POTOMAC REAL.TST.	0,370	0,447	-0,020	-0,029	0,89%	7,87%
FIRST REIT.TST.OF NJ.	-0,425	-0,652	0,834	1,551	9,82%	6,51%
FRANKLIN STR.PROPS.	1,566	1,748	2,440	3,298	44,51%	11,41%
FRIEDMAN BILLINGS RAMSEY REIT.'A'	0,316	0,467	1,820	3,259	30,34%	7,69%
GENERAL GW.PROPS.	-0,302	-0,757	0,915	2,776	44,01%	5,06%
GETTY REALTY	0,379	1,022	0,545	1,778	27,95%	4,15%
GLADSTONE COML.	0,129	0,200	1,660	3,114	38,39%	7,80%
GLIMCHER REAL.TST.	1,156	1,749	1,457	2,670	32,84%	7,65%
GRAMERCY CAPITAL	2,548	1,712	2,249	1,830	18,64%	15,66%
HANOVER CAP.MGE.HDG.	-0,691	-1,159	1,235	2,508	23,97%	6,49%
HCP	-0,395	-0,780	1,198	2,863	30,05%	5,75%
HEALTH CARE REIT	0,115	0,186	1,473	2,884	24,20%	6,74%
HEALTHCARE REAL.TST.	0,419	0,701	0,592	1,202	13,83%	6,10%
HERSHA HOSPITALITY TST. SHS.BENL.INT.CL.A	0,906	1,420	1,438	2,730	29,26%	7,20%
HIGHWOODS PROPS.	0,077	0,107	1,031	1,738	8,98%	7,14%
HMG COURTLAND PROPS.	0,088	0,147	1,480	2,993	29,75%	6,78%
HOME PROPS.	7,648	3,907	2,744	1,698	38,24%	23,63%
HOMEBANC	0,468	0,851	-0,595	-1,309	15,44%	5,68%
HORIZON GP.PROPS.	-0,073	-0,188	0,897	2,792	31,31%	4,45%
HOSPITALITY PROPS.TST. SHRE.BENL.INT.	0,238	0,475	1,024	2,480	35,18%	5,90%
HOST HOTELS & RESORTS	0,876	1,926	1,046	2,785	36,23%	5,41%
HRPT PROPERTIES TRUST	3,654	2,813	3,422	3,191	36,13%	15,42%
IMPAC MORTGAGE HDG.	0,484	1,004	1,099	2,763	25,55%	5,30%
INLAND REAL ESTATE	1,211	3,413	0,178	0,608	34,37%	4,16%
INNKEEPERS USA TST.PF. SR.C 8%	0,088	0,291	1,104	4,411	48,06%	3,99%
INVESTORS RLST.TST.SHBI	1,171	2,507	1,260	3,269	38,19%	5,64%
ISTAR FINL.	1,419	2,001	1,520	2,595	26,41%	7,84%
JER INVESTORS TRUST	0,163	0,270	1,288	2,573	30,60%	6,90%
REIT Stock	Jensen's	t-	beta	t-	R-	Standard

	alpha	statistic	coef.	statistic	squared	Deviation
KILROY REALTY	-0,321	-0,503	1,021	1,940	22,21%	6,86%
KIMCO REALTY	0,339	0,803	1,642	4,708	51,45%	5,75%
KITE REALTY GROUP	0,451	0,799	0,933	2,002	19,69%	5,98%
LASALLE HOTEL PROPERTIES	0,542	1,066	0,837	1,996	20,76%	5,42%
LEXINGTON REALTY TRUST	0,877	1,917	1,353	3,583	44,11%	5,80%
LIBERTY PROPERTY TST.	-0,526	-0,928	0,963	2,055	31,75%	6,52%
LTC PROPS.	3,591	2,312	2,529	1,973	28,01%	17,36%
LUMINENT MGE.CAP.	-0,054	-0,100	1,502	3,365	32,25%	6,23%
MACERICH	0,198	0,378	1,377	3,185	32,01%	6,02%
MACK CALI RLTY	0,597	0,850	1,396	2,406	27,02%	7,80%
MAGUIRE PROPS.	0,403	0,865	-1,396	-3,633	33,46%	5,41%
MAXUS REALTY TST.	0,940	1,256	1,046	1,694	13,05%	7,61%
MEDICAL PROPS.TRUST	-0,055	-0,099	0,545	1,196	18,77%	5,81%
MEREDITH ENTS.	0,302	0,628	0,910	2,289	15,10%	4,96%
MFA MGE.INVS.	0,184	0,314	1,338	2,770	28,77%	6,58%
MHI HOSPITALITY	1,102	2,323	0,461	1,178	41,27%	5,87%
MID-AMER.APT COMMUNITIES	0,516	1,778	0,108	0,451	11,28%	2,93%
MISSION WEST PROPS.	0,016	0,029	1,209	2,666	21,91%	5,90%
MONMOUTH REIT.	-0,554	-1,294	0,798	2,258	35,43%	5,05%
NAT. HEALTH INVRS.	-0,251	-0,420	1,265	2,560	20,39%	6,37%
NATIONAL RETAIL PROPS.	4,277	1,693	2,708	1,298	14,45%	25,92%
NATIONWIDE HEALTH PROPS.	2,133	1,612	-0,386	-0,354	9,22%	13,18%
NEW CEN.FINL.	1,979	3,184	2,145	4,180	46,57%	8,07%
NEW YORK MORTGAGE TRUST	1,280	1,817	1,181	2,030	21,85%	7,56%
NEWCASTLE INV.	0,147	0,251	1,318	2,731	35,92%	6,93%
NORTHSTAR REALTY	0,587	1,266	0,863	2,257	24,83%	5,07%
OMEGA HLTHCR.INVRS.	1,129	1,288	0,486	0,672	5,90%	8,57%
ONE LIBERTY PROPS.	0,376	0,582	0,654	1,223	19,08%	6,82%
ORIGEN FINANCIAL	0,402	0,720	1,184	2,569	32,85%	6,47%
PARKWAY PROPERTIES	-0,006	-0,030	0,143	0,874	4,39%	1,92%
PENN.REIT.	-0,169	-0,473	0,733	2,480	25,61%	3,94%
PITTS.& WEST VA.	-0,053	-0,097	0,371	0,825	2,49%	5,23%
PLUM CREEK TIMBER	0,780	1,308	1,091	2,216	22,48%	6,42%
PMC COML.TST.	-0,662	-0,897	0,858	1,408	27,34%	8,22%
POST PROPERTIES	0,578	1,199	0,710	1,784	14,52%	4,94%
POTLATCH	-0,056	-0,223	0,504	2,431	16,41%	2,61%
PRES.REALTY 'A'	1,386	2,335	0,334	0,681	15,47%	6,12%
PRICE LEGACY PF.SR.1	-0,662	-1,318	1,546	3,726	40,16%	6,16%
PRIME GP.REAL.TST.PF.'B'	0,785	1,510	0,830	1,933	35,61%	6,15%
PROLOGIS	0,191	0,353	1,190	2,661	25,14%	5,94%
PS BUSINESS PARKS	2,773	2,658	2,167	2,515	34,85%	12,26%
PUBLIC STORAGE	0,771	1,372	1,203	2,594	27,15%	6,24%
RAIT FINANCIAL TRUST	-0,201	-0,470	1,058	2,998	35,06%	5,03%
RAMCO-GERSHENSON PROPS. TST.SHRE.BEN INT.	-0,379	-0,829	1,070	2,838	29,67%	5,17%
RAYONIER	1,222	1,057	0,612	0,641	8,19%	11,45%
REALTY INCOME	-0,184	-0,340	1,354	3,030	30,81%	6,17%
REDWOOD TST.	0,550	1,905	0,224	0,941	11,61%	2,92%
REGENCY CENTERS	-1,000	-1,433	0,266	0,461	22,42%	7,52%
ROBERTS REAL.INVRS.	0,200	0,308	1,814	3,384	29,58%	7,34%
SAUL CENTS.	-0,021	-0,039	1,581	3,501	32,58%	6,32%

REIT Stock	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
SENIOR HOUSING PROPS.	0,647	1,019	1,444	2,754	29,61%	7,18%
SHELTER PROPS.L P UNIT LP INT.V	-0,110	-0,220	1,129	2,749	29,75%	5,63%
SIMON PR.GP.	0,273	0,579	1,511	3,882	59,26%	7,01%
SL GREEN REALTY	0,108	0,213	1,104	2,645	30,43%	5,75%
SOVRAN SELF STORAGE	0,397	0,657	1,559	3,122	36,91%	7,22%
STRATEGIC HOTEL & RSTS.	0,626	0,955	0,076	0,140	8,74%	6,51%
SUN COMMUNITIES	-0,322	-0,606	1,262	2,875	37,01%	6,35%
SUNSTONE HTL.INVRS.	-0,217	-0,392	1,193	2,616	28,57%	6,20%
SUPERTEL HOSPITALITY	1,252	1,140	1,120	1,235	7,66%	10,84%
TANGER FAC.OUTLET CNTRS.	0,623	0,884	1,152	1,980	19,27%	7,44%
TAUBMAN CENTERS	0,096	0,179	0,969	2,178	31,70%	6,19%
THORNBURG MGE.	0,740	1,939	0,565	1,793	16,82%	3,97%
U-STORE-IT TRUST	-0,684	-0,998	1,022	1,807	19,68%	7,25%
UDR	-0,280	-0,606	0,326	0,854	26,77%	5,13%
UMH PROPERTIES	-0,223	-0,361	1,124	2,202	14,64%	6,35%
UNVL.HLTH.REAL.INC.TST.	0,346	0,659	1,399	3,223	34,57%	6,17%
URSTADT BIDDLE PROPS.	-0,307	-0,659	1,337	3,478	44,10%	5,91%
USA RLST.INV.TST.	0,227	0,451	1,413	3,408	35,12%	5,92%
VENTAS	-0,161	-0,060	-1,763	-0,795	4,36%	26,06%
VORNADO REALTY TST.	1,680	2,307	-0,200	-0,333	19,81%	7,72%
WASH.RL.EST.INV. SHRE.BENEFIT INT.	1,569	1,702	0,035	0,046	9,62%	9,20%
WEINGARTEN REALTY INVRS.	0,718	0,727	-0,886	-1,086	5,78%	9,65%
PIEDMONT OFFE.REAL.TST.	0,305	0,419	-0,281	-0,467	2,11%	6,99%
WINTHROP REALTY TRUST	-0,334	-0,280	-1,515	-1,540	7,94%	11,79%
AMEN PROPS.	2,068	3,503	1,301	2,670	42,11%	7,36%
AMER.CMTY.PROPS.TST.	2,092	1,963	-0,480	-0,545	18,08%	11,17%
AMER.REAL.INVS	-0,554	-0,766	-0,447	-0,749	10,50%	7,25%
AMER.SPTM.REAL.	1,269	1,652	1,040	1,641	32,42%	8,86%
AVATAR HOLDINGS	0,576	0,584	0,861	1,058	7,37%	9,72%
CALIFORNIA CSTA.COMMNS.	1,173	2,080	1,108	2,380	32,59%	6,51%
CAP.PROPS.	0,521	0,281	1,569	1,028	8,77%	18,37%
CB RICHARD ELLIS GP.	1,600	1,932	0,393	0,575	11,22%	8,34%
CONS.TOMOKA LAND	0,523	0,714	-0,609	-1,007	8,63%	7,28%
FOREST CITY ENTS.'A'	0,982	0,704	0,313	0,272	8,00%	13,80%
GRUBB & ELLIS	-0,413	-0,330	0,801	0,776	10,63%	12,55%
GYRODYNE COMPANY OF AM.	0,109	0,082	-1,499	-1,371	5,73%	12,94%
HILLTOP HOLDINGS	-0,065	-0,123	0,382	0,876	2,81%	5,09%
HOUSEVALUES	1,331	1,771	0,871	1,404	40,49%	9,24%
ICAHN ENTERPRISES	-4,552	-0,337	3,611	0,323	1,00%	128,93%
INC.OPPOR.REAL.INVRS.	2,489	0,730	-1,675	-0,595	9,46%	33,99%
INTERGROUP	0,503	1,317	0,412	1,307	8,78%	3,79%
JONES LANG LASALLE	-1,752	-1,026	1,175	0,834	6,23%	16,73%
LANBO FINANCIAL GP.	-1,728	-0,678	-1,542	-0,733	2,72%	24,51%
LANDMARK LAND	0,702	0,521	0,746	0,671	25,79%	14,83%
MAYS JW	-2,008	-0,299	-11,954	-2,157	12,78%	68,18%
MONTGOMERY REAL.GP.	0,636	1,391	0,635	1,681	12,48%	4,64%
MOST HOME	0,430	0,494	-0,240	-0,333	3,01%	8,39%
MOVE	-0,948	-0,364	-0,931	-0,433	2,73%	25,07%
NAVITONE TECHS.	0,242	0,291	0,798	1,164	6,53%	8,15%

REIT Stock	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
NEW ENGLAND REAL.ASSOCS. DPREC.	-4,995	-0,848	-5,072	-1,043	4,80%	57,30%
NTS REAL.HDG.PTSHP.UTS.	0,205	0,123	0,451	0,328	2,58%	16,02%
PARAGON RLST.EQ.& IT.	-2,695	-0,243	0,674	0,074	0,61%	105,60%
PORTSMOUTH SQUARE	0,482	0,577	0,188	0,273	4,27%	8,10%
REGAL ONE	0,121	0,038	0,189	0,071	0,04%	30,43%
REIS	0,866	0,560	0,342	0,268	3,64%	14,95%
RENOVO HDG.	-0,195	-0,200	1,292	1,611	11,66%	9,81%
SANTA FE FINL.	0,257	0,410	1,183	2,285	14,16%	6,42%
SEMELE GP.	2,304	0,641	6,800	2,292	14,55%	36,88%
SKYMARK HDG.	0,296	0,384	1,548	2,433	27,11%	8,56%
SONOMA WEST HDG.	0,947	1,657	1,080	2,289	23,54%	6,20%
SOUTHEAST ACQS.LP UTS.II	-0,436	-0,495	-0,272	-0,373	1,07%	8,41%
ST. JOE	0,772	1,377	0,294	0,634	6,72%	5,51%
STHN.REAL.	0,301	0,253	1,436	1,463	8,81%	11,82%
STRATUS PROPERTIES NEW	-0,319	-0,793	0,884	2,660	27,52%	4,49%
TARRAGON	-0,218	-0,216	-0,745	-0,894	9,81%	10,08%

**Αποτελέσματα του Υποδείγματος των Fama-French,
Μηνιαία Στοιχεία, 2005-2007**

	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	SMB	t-statistic	HML	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
CADIA REAL.TST.SHRE. BEN INT	0,008	0,989	0,732	1,838	0,507	1,070	-0,141	-0,291	24,12%	5,25%
CGREE REALTY	-0,008	-1,151	1,026	3,084	0,195	0,494	-0,067	-0,168	34,79%	4,73%
LESKO FINL.	-0,040	-2,261	1,594	1,955	0,410	0,422	1,868	1,891	22,81%	10,67%
ALEXANDER'S	0,007	0,608	1,561	2,762	0,969	1,441	0,403	0,589	38,91%	8,31%
ALEXANDRIA RLST.EQTIES.	0,002	0,216	1,226	3,038	0,352	0,733	-0,083	-0,170	36,30%	5,81%
AMB PR.	0,003	0,344	1,191	3,472	-0,135	-0,331	-0,500	-1,204	37,15%	4,97%
MER.MGE.ACCEP.SHS.BENL. VT.	-0,076	-2,682	3,847	2,915	-0,929	-0,591	0,959	0,600	23,88%	17,38%
MERICAN CAMPUS COMMNS.	-0,001	-0,114	0,943	2,128	0,326	0,618	0,139	0,259	22,37%	5,78%
MERICAN HOME MGE.INV.	-0,155	-3,705	5,472	2,805	-1,884	-0,812	7,415	3,138	33,71%	27,53%
MERICAN LD.LEASE	-0,008	-0,878	0,612	1,499	0,561	1,155	0,199	0,402	19,88%	5,24%
AMREIT 'A'	-0,005	-0,891	0,122	0,430	0,744	2,198	0,299	0,868	22,18%	3,70%
ANALY CAPITAL MAN.	-0,008	-0,734	0,833	1,548	-0,449	-0,701	-0,117	-0,179	7,46%	6,43%
ANTHRACITE CAP.	-0,025	-2,670	1,247	2,878	0,234	0,453	1,346	2,564	36,70%	6,26%
ANWORTH MGE.ASSET	-0,008	-0,500	0,543	0,704	0,911	0,993	0,730	0,782	10,10%	9,34%
APARTMENT INV.& MAN.'A'	-0,013	-1,259	1,601	3,283	0,337	0,581	1,006	1,703	38,83%	7,16%
ARBOR REALTY TST.	-0,022	-2,680	1,406	3,672	0,546	1,198	1,517	3,272	52,36%	6,37%
PACIFIC OFFE.PROPS.TST.	0,025	0,514	0,725	0,324	3,022	1,135	2,381	0,878	8,92%	26,94%
SHFORD HOSPLTY.TST.	-0,015	-1,611	0,857	1,979	1,489	2,892	0,819	1,562	46,52%	6,80%
SSOCIATED ESTATES REAL.	-0,008	-0,522	0,862	1,184	0,118	0,136	1,095	1,242	9,57%	8,79%
VALONBAY COMMNS.	-0,004	-0,381	1,711	3,767	0,337	0,624	0,540	0,981	43,74%	6,96%
BERKSHIRE INC.REALTY 9% 'A'										
SUM.RED.PF.SECs.	-0,015	-2,405	0,520	1,754	-0,030	-0,086	0,400	1,114	13,28%	3,66%
MINI CAPITAL MAN.	-0,124	-4,880	3,483	2,938	-1,386	-0,983	4,514	3,144	34,47%	16,83%
BIOMED REALTY TRUST	-0,005	-0,473	1,165	2,514	0,667	1,209	0,161	0,287	33,55%	6,53%
BOSTON PROPS.	0,001	0,111	1,424	2,933	-0,113	-0,196	-0,043	-0,074	27,05%	6,53%
RANDYWINE REAL.TST.SHBI										
IEW	-0,021	-1,959	1,343	2,745	1,130	1,942	1,123	1,895	45,27%	7,60%

	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	SMB	t-statistic	HML	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
IRE PROPERTIES	-0,010	-0,976	1,721	3,536	0,376	0,649	0,872	1,479	41,83%	7,33%
IRT REALTY TRUST	-0,016	-1,370	0,405	0,736	0,943	1,440	1,305	1,956	20,86%	7,11%
AMDEN PROPERTY TST.	-0,012	-1,057	1,610	3,124	0,098	0,160	0,666	1,067	32,20%	7,19%
AP.ALL.INC.TST.	-0,039	-1,626	1,208	1,093	-1,244	-0,946	0,348	0,260	4,15%	12,97%
AP.CROSSING PF.SR.D NON MUM.EXH.	-0,006	-2,071	0,104	0,829	0,070	0,469	0,080	0,528	6,03%	1,48%
AP.TST.'A'	-0,011	-0,862	1,277	2,182	-0,821	-1,178	0,735	1,037	14,36%	7,27%
APITAL AUTV.RED.PF.SHS. IER.A 7.50% REIT.	-0,011	-0,897	-0,367	-0,648	0,461	0,684	0,124	0,181	1,92%	6,57%
APITAL REAL.INV.LP UTS.	-0,023	-2,001	1,651	3,089	-0,694	-1,091	0,769	1,188	25,03%	7,10%
APITALSOURCE	-0,019	-2,166	0,905	2,224	-0,293	-0,606	0,289	0,586	14,85%	5,07%
APLEASE	0,010	0,681	0,611	0,872	1,522	1,825	-1,187	-1,398	26,30%	9,38%
APSTEAD MGE.	-0,024	-2,252	1,757	3,575	-0,099	-0,169	0,409	0,687	35,39%	7,02%
BL & ASSOCIATES PROPS.	-0,017	-1,894	1,084	2,560	0,295	0,585	0,688	1,342	29,04%	5,78%
EDAR SHOP.CENTERS	-0,025	-2,072	1,688	3,056	0,415	0,632	0,825	1,234	35,46%	7,90%
OLONIAL PROPS.TST.	-0,003	-0,239	1,173	2,281	1,094	1,789	0,315	0,505	36,83%	7,43%
ORPORATE OFFICE PROPS. ST.	-0,016	-1,528	1,461	2,928	0,356	0,599	0,130	0,215	33,08%	7,01%
OUSINS PROPS.	-0,014	-1,342	1,649	3,423	-0,033	-0,058	0,182	0,313	34,26%	6,83%
VELOPERS DIVR.REAL.	0,002	0,256	1,429	3,281	0,031	0,060	1,104	2,091	36,30%	6,27%
DIAMONDROCK HOSPITALITY	0,026	2,256	1,198	2,248	1,173	1,850	0,005	0,007	37,48%	7,74%
DIGITAL REALTY TST.	-0,014	-1,578	1,116	2,646	0,670	1,336	0,610	1,194	36,92%	6,10%
DUKE REALTY	0,002	0,243	0,087	0,278	0,305	0,816	-0,244	-0,643	5,97%	3,72%
YNEX CAP.	-0,004	-0,580	1,038	2,987	0,217	0,525	-0,047	-0,113	33,66%	4,90%
ASTGROUP PROPS.	-0,112	-4,023	3,491	2,686	0,522	0,337	2,013	1,278	28,35%	17,65%
CC CAPITAL	-0,011	-0,918	0,082	0,150	1,354	2,088	0,679	1,029	19,02%	6,96%
UCATION REAL.TST.	-0,006	-0,522	1,377	2,585	0,154	0,243	0,007	0,011	25,48%	7,09%
NTERTAINMENT PROPS. ST.BEN.INT.	0,001	0,164	0,984	2,554	0,527	1,149	-0,045	-0,097	33,92%	5,45%
QUITY LIFESTYLE PROPS.	-0,009	-0,945	1,545	3,374	0,069	0,127	-0,169	-0,304	35,93%	6,57%
QUITY ONE	-0,010	-1,025	1,681	3,771	-0,038	-0,071	0,115	0,212	38,81%	6,55%
QUITY RESD.TST.PROPS. SHBI	-0,003	-0,283	1,378	2,920	0,424	0,756	0,024	0,042	34,62%	6,71%
SSEX PROPERTY TST.	-0,003	-0,350	1,221	2,826	0,921	1,792	0,013	0,026	43,52%	6,60%
XTRA SPACE STRG.	0,007	0,756	1,027	2,248	0,296	0,545	-0,218	-0,395	24,49%	6,04%
FEDERAL REALTY INV.TST.	0,000	0,034	0,772	1,757	1,968	3,764	0,722	1,357	52,96%	7,36%
ELCOR LODGING TST.	-0,025	-1,021	-0,830	-0,733	1,849	1,373	3,255	2,374	19,33%	14,48%
ELDMAN MALL PROPERTIES	-0,010	-1,021	0,897	2,035	0,373	0,711	-0,083	-0,155	22,60%	5,76%
IRST INDL.REALTY TST.	-0,012	-1,206	0,788	1,737	1,057	1,958	0,585	1,064	32,91%	6,37%
IRST POTOMAC REAL.TST.	-0,006	-0,443	-0,020	-0,029	-0,157	-0,193	0,370	0,447	0,89%	7,87%
IRST REIT.TST.OF NJ.	-0,014	-1,206	0,834	1,551	-0,264	-0,413	-0,425	-0,652	9,82%	6,51%
RANKLIN STR.PROPS.	-0,059	-3,719	2,440	3,298	1,093	1,242	1,566	1,748	44,51%	11,41%
RIEDMAN BILLINGS RAMSEY REIT.'A'	-0,007	-0,601	1,820	3,259	-0,194	-0,292	0,316	0,467	30,34%	7,69%
ENERAL GW.PROPS.	-0,006	-0,912	0,915	2,776	0,682	1,739	-0,302	-0,757	44,01%	5,06%
ETTY REALTY	-0,004	-0,623	0,545	1,778	0,546	1,497	0,379	1,022	27,95%	4,15%
LADSTONE COML.	-0,026	-2,238	1,660	3,114	0,581	0,916	0,129	0,200	38,39%	7,80%
LIMCHER REAL.TST.	-0,005	-0,403	1,457	2,670	0,466	0,718	1,156	1,749	32,84%	7,65%
RAMERCY CAPITAL	-0,089	-3,366	2,249	1,830	0,247	0,169	2,548	1,712	18,64%	15,66%
IANOVER CAP.MGE.HDG.	0,000	-0,024	1,235	2,508	-0,249	-0,425	-0,691	-1,159	23,97%	6,49%
ICP	-0,002	-0,268	1,198	2,863	0,028	0,057	-0,395	-0,780	30,05%	5,75%
HEALTH CARE REIT	-0,022	-2,047	1,473	2,884	-0,287	-0,473	0,115	0,186	24,20%	6,74%
HEALTHCARE REAL.TST.	-0,009	-0,884	0,592	1,202	0,524	0,894	0,419	0,701	13,83%	6,10%
HERSHA HOSPITALITY TST. IHS.BEN.INT.CLA	-0,008	-0,701	1,438	2,730	0,208	0,332	0,906	1,420	29,26%	7,20%

	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	SMB	t-statistic	HML	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
HIGHWOODS PROPS.	-0,017	-1,319	1,031	1,738	-0,889	-1,260	0,077	0,107	8,98%	7,14%
IMG COURTLAND PROPS.	-0,007	-0,700	1,480	2,993	0,058	0,098	0,088	0,147	29,75%	6,78%
IOME PROPS.	-0,167	-4,796	2,744	1,698	1,410	0,733	7,648	3,907	38,24%	23,63%
IOMEBANC	0,007	0,744	-0,595	-1,309	1,215	2,247	0,468	0,851	15,44%	5,68%
IORIZON GP.PROPS.	-0,014	-2,075	0,897	2,792	0,206	0,538	-0,073	-0,188	31,31%	4,45%
IOSPITALITY PROPS.TST. IHRE.BENL.INT.	-0,006	-0,683	1,024	2,480	0,694	1,413	0,238	0,475	35,18%	5,90%
IOST HOTELS & RESORTS	-0,022	-2,746	1,046	2,785	0,395	0,883	0,876	1,926	36,23%	5,41%
IRPT PROPERTIES TRUST	-0,114	-4,943	3,422	3,191	-0,585	-0,458	3,654	2,813	36,13%	15,42%
MPAC MORTGAGE HDG.	-0,012	-1,403	1,099	2,763	-0,037	-0,077	0,484	1,004	25,55%	5,30%
NLAND REAL ESTATE	-0,026	-4,070	0,178	0,608	0,606	1,739	1,211	3,413	34,37%	4,16%
NKKEEPERS USA TST.PF. SR.C %	-0,013	-2,331	1,104	4,411	0,052	0,176	0,088	0,291	48,06%	3,99%
NVESTORS RLST.TST.SHBI	-0,026	-3,119	1,260	3,269	0,043	0,094	1,171	2,507	38,19%	5,64%
NSTAR FINL.	-0,030	-2,405	1,520	2,595	-0,138	-0,199	1,419	2,001	26,41%	7,84%
NER INVESTORS TRUST	0,000	0,032	1,288	2,573	0,502	0,843	0,163	0,270	30,60%	6,90%
NILROY REALTY	0,002	0,171	1,021	1,940	0,439	0,702	-0,321	-0,503	22,21%	6,86%
NIMCO REALTY	-0,010	-1,398	1,642	4,708	0,101	0,244	0,339	0,803	51,45%	5,75%
NITE REALTY GROUP	-0,007	-0,658	0,933	2,002	0,268	0,483	0,451	0,799	19,69%	5,98%
NASALLE HOTEL PROPERTIES	-0,019	-2,086	0,837	1,996	0,271	0,543	0,542	1,066	20,76%	5,42%
NEXINGTON REALTY TRUST	-0,021	-2,563	1,353	3,583	0,339	0,755	0,877	1,917	44,11%	5,80%
NIBERTY PROPERTY TST.	0,003	0,321	0,963	2,055	0,732	1,314	-0,526	-0,928	31,75%	6,52%
NTC PROPS.	-0,069	-2,500	2,529	1,973	1,122	0,736	3,591	2,312	28,01%	17,36%
NUMINENT MGE.CAP.	-0,006	-0,612	1,502	3,365	-0,166	-0,313	-0,054	-0,100	32,25%	6,23%
NACERICH	-0,017	-1,855	1,377	3,185	0,039	0,075	0,198	0,378	32,01%	6,02%
NACK CALI RLTY	-0,006	-0,451	1,396	2,406	0,476	0,690	0,597	0,850	27,02%	7,80%
NAGUIRE PROPS.	-0,002	-0,283	-1,396	-3,633	0,551	1,204	0,403	0,865	33,46%	5,41%
NAXUS REALTY TST.	-0,004	-0,319	1,046	1,694	-0,092	-0,125	0,940	1,256	13,05%	7,61%
NMEDICAL PROPS.TRUST	-0,001	-0,129	0,545	1,196	0,726	1,340	-0,055	-0,099	18,77%	5,81%
NMEREDITH ENTS.	-0,017	-2,013	0,910	2,289	-0,364	-0,769	0,302	0,628	15,10%	4,96%
NIFA MGE.INVS.	-0,007	-0,659	1,338	2,770	0,211	0,366	0,184	0,314	28,77%	6,58%
NHI HOSPITALITY	-0,006	-0,760	0,461	1,178	1,318	2,830	1,102	2,323	41,27%	5,87%
NIID-AMER.APT COMMUNITIES	-0,006	-1,153	0,108	0,451	0,177	0,622	0,516	1,778	11,28%	2,93%
NMISSION WEST PROPS.	-0,010	-0,979	1,209	2,666	-0,209	-0,387	0,016	0,029	21,91%	5,90%
NIONMOUTH REIT.	0,000	-0,008	0,798	2,258	0,535	1,272	-0,554	-1,294	35,43%	5,05%
NIAT. HEALTH INVRS.	0,000	-0,026	1,265	2,560	-0,349	-0,593	-0,251	-0,420	20,39%	6,37%
NIATIONAL RETAIL PROPS.	-0,173	-3,857	2,708	1,298	0,825	0,332	4,277	1,693	14,45%	25,92%
NIATIONWIDE HEALTH PROPS.	-0,063	-2,674	-0,386	-0,354	1,021	0,786	2,133	1,612	9,22%	13,18%
NIEW CEN.FINL.	-0,041	-3,696	2,145	4,180	-0,414	-0,678	1,979	3,184	46,57%	8,07%
NIEW YORK MORTGAGE TRUST	-0,016	-1,269	1,181	2,030	0,165	0,238	1,280	1,817	21,85%	7,56%
NIEWCASTLE INV.	0,002	0,219	1,318	2,731	0,670	1,167	0,147	0,251	35,92%	6,93%
NORTSTAR REALTY	-0,010	-1,275	0,863	2,257	0,258	0,566	0,587	1,266	24,83%	5,07%
NMEGA HLTHCR.INVRS.	-0,023	-1,490	0,486	0,672	-0,460	-0,534	1,129	1,288	5,90%	8,57%
NNE LIBERTY PROPS.	-0,012	-1,036	0,654	1,223	0,863	1,358	0,376	0,582	19,08%	6,82%
NRIGEN FINANCIAL	-0,017	-1,698	1,184	2,569	0,590	1,076	0,402	0,720	32,85%	6,47%
NARKWAY PROPERTIES	-0,004	-1,115	0,143	0,874	0,038	0,195	-0,006	-0,030	4,39%	1,92%
NENN.REIT.	-0,001	-0,102	0,733	2,480	0,102	0,290	-0,169	-0,473	25,61%	3,94%
NITTS.& WEST VA.	-0,014	-1,404	0,371	0,825	-0,113	-0,212	-0,053	-0,097	2,49%	5,23%
NLUM CREEK TIMBER	-0,008	-0,750	1,091	2,216	0,198	0,338	0,780	1,308	22,48%	6,42%
NMC COML.TST.	-0,003	-0,257	0,858	1,408	1,183	1,631	-0,662	-0,897	27,34%	8,22%
NOST PROPERTIES	-0,022	-2,570	0,710	1,784	0,004	0,009	0,578	1,199	14,52%	4,94%
NOTLATCH	-0,013	-2,978	0,504	2,431	-0,406	-1,643	-0,056	-0,223	16,41%	2,61%

	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	SMB	t-statistic	HML	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
'RES.REALTY 'A'	-0,028	-2,663	0,334	0,681	-0,379	-0,650	1,386	2,335	15,47%	6,12%
'RICE LEGACY PF.SR.1	0,002	0,260	1,546	3,726	-0,214	-0,433	-0,662	-1,318	40,16%	6,16%
'RIME GP.REAL.TST.PF.'B'	-0,001	-0,084	0,830	1,933	0,981	1,920	0,785	1,510	35,61%	6,15%
'ROLOGIS	0,000	-0,023	1,190	2,661	0,062	0,116	0,191	0,353	25,14%	5,94%
'S BUSINESS PARKS	-0,040	-2,171	2,167	2,515	0,656	0,640	2,773	2,658	34,85%	12,26%
'UBLIC STORAGE	-0,020	-2,022	1,203	2,594	0,166	0,301	0,771	1,372	27,15%	6,24%
'AIT FINANCIAL TRUST	0,004	0,518	1,058	2,998	0,241	0,573	-0,201	-0,470	35,06%	5,03%
'AMCO-GERSHENSON PROPS. 'ST.SHRE.BEN INT.	-0,005	-0,585	1,070	2,838	0,011	0,025	-0,379	-0,829	29,67%	5,17%
'AYONIER	-0,017	-0,807	0,612	0,641	0,808	0,712	1,222	1,057	8,19%	11,45%
'EALTY INCOME	-0,004	-0,376	1,354	3,030	0,027	0,050	-0,184	-0,340	30,81%	6,17%
'EDWOOD TST.	-0,011	-2,141	0,224	0,941	-0,057	-0,200	0,550	1,905	11,61%	2,92%
'EGENCY CENTERS	0,013	1,018	0,266	0,461	1,244	1,815	-1,000	-1,433	22,42%	7,52%
'OBERTS REAL.INVRS.	-0,006	-0,552	1,814	3,384	-0,456	-0,714	0,200	0,308	29,58%	7,34%
'AUL CENTS.	-0,002	-0,183	1,581	3,501	-0,287	-0,535	-0,021	-0,039	32,58%	6,32%
'ENIOR HOUSING PROPS. 'HELTER PROPS.L P UNIT LP NT.V	0,003	0,288	1,444	2,754	0,278	0,445	0,647	1,019	29,61%	7,18%
'-0,008	-0,919	1,129	2,749	0,206	0,421	-0,110	-0,220	29,75%	5,63%	
'IMON PR.GP.	-0,006	-0,713	1,511	3,882	1,163	2,511	0,273	0,579	59,26%	7,01%
'IL GREEN REALTY	-0,024	-2,721	1,104	2,645	0,358	0,721	0,108	0,213	30,43%	5,75%
'OVRAN SELF STORAGE	-0,012	-1,106	1,559	3,122	0,453	0,762	0,397	0,657	36,91%	7,22%
'TRATEGIC HOTEL & RSTS.	0,011	0,988	0,076	0,140	0,771	1,198	0,626	0,955	8,74%	6,51%
'UN COMMUNITIES	0,004	0,431	1,262	2,875	0,480	0,920	-0,322	-0,606	37,01%	6,35%
'UNSTONE HTL.INVRS.	0,007	0,760	1,193	2,616	0,241	0,444	-0,217	-0,392	28,57%	6,20%
'UPERTEL HOSPITALITY	-0,037	-1,923	1,120	1,235	-1,002	-0,929	1,252	1,140	7,66%	10,84%
'ANGER FAC.OUTLET CNTRS.	-0,025	-1,969	1,152	1,980	0,311	0,450	0,623	0,884	19,27%	7,44%
'AUBMAN CENTERS	-0,011	-1,137	0,969	2,178	0,755	1,426	0,096	0,179	31,70%	6,19%
'HORNBURG MGE.	-0,016	-2,302	0,565	1,793	-0,176	-0,470	0,740	1,939	16,82%	3,97%
'-STORE-IT TRUST	-0,001	-0,091	1,022	1,807	0,254	0,377	-0,684	-0,998	19,68%	7,25%
'JDR	-0,002	-0,300	0,326	0,854	0,984	2,168	-0,280	-0,606	26,77%	5,13%
'JMH PROPERTIES	0,006	0,564	1,124	2,202	-0,521	-0,858	-0,223	-0,361	14,64%	6,35%
'JNVL.HLTH.REAL.INC.TST.	-0,005	-0,517	1,399	3,223	0,175	0,338	0,346	0,659	34,57%	6,17%
'JRSTADT BIDDLE PROPS.	-0,009	-1,064	1,337	3,478	0,400	0,876	-0,307	-0,659	44,10%	5,91%
'JSA RLST.INV.TST.	-0,016	-1,779	1,413	3,408	0,047	0,096	0,227	0,451	35,12%	5,92%
'JENTAS	0,030	0,632	-1,763	-0,795	-0,821	-0,311	-0,161	-0,060	4,36%	26,06%
'JORNADO REALTY TST. JASH.RL.EST.INV. SHRE.BENEFIT NT.	0,004	0,346	-0,200	-0,333	-0,645	-0,901	1,680	2,307	19,81%	7,72%
'0,010	0,582	0,035	0,046	-0,451	-0,498	1,569	1,702	9,62%	9,20%	
'VEINGARTEN REALTY INVRS.	0,018	1,043	-0,886	-1,086	0,489	0,504	0,718	0,727	5,78%	9,65%
'JEDMONT OFFE.REAL.TST.	0,001	0,089	-0,281	-0,467	0,499	0,696	0,305	0,419	2,11%	6,99%
'JINTHROP REALTY TRUST	0,039	1,822	-1,515	-1,540	1,593	1,360	-0,334	-0,280	7,94%	11,79%
'JMEN PROPS.	-0,015	-1,406	1,301	2,670	0,425	0,732	2,068	3,503	42,11%	7,36%
'JMER.CMTY.PROPS.TST.	-0,032	-1,713	-0,480	-0,545	1,844	1,761	2,092	1,963	18,08%	11,17%
'JMER.REAL.INVS	0,013	1,020	-0,447	-0,749	1,239	1,746	-0,554	-0,766	10,50%	7,25%
'JMER.SPTM.REAL.	0,014	1,037	1,040	1,641	1,413	1,872	1,269	1,652	32,42%	8,86%
'JVATAR HOLDINGS	0,007	0,382	0,861	1,058	0,345	0,357	0,576	0,584	7,37%	9,72%
'JALIFORNIA CSTA.COMMNS.	0,004	0,387	1,108	2,380	0,507	0,915	1,173	2,080	32,59%	6,51%
'JAP.PROPS.	0,014	0,439	1,569	1,028	1,112	0,612	0,521	0,281	8,77%	18,37%
'JB RICHARD ELLIS GP.	-0,001	-0,089	0,393	0,575	0,130	0,160	1,600	1,932	11,22%	8,34%
'JONS.TOMOKA LAND	-0,002	-0,168	-0,609	-1,007	1,120	1,555	0,523	0,714	8,63%	7,28%
'JOREST CITY ENTS.'A'	-0,036	-1,474	0,313	0,272	1,556	1,136	0,982	0,704	8,00%	13,80%
'JRUBB & ELLIS	0,047	2,101	0,801	0,776	1,212	0,987	-0,413	-0,330	10,63%	12,55%

	Jensen's alpha	t-statistic	beta coef.	t-statistic	SMB	t-statistic	HML	t-statistic	R-squared	Standard Deviation
BYRODYNE COMPANY OF AM.	0,015	0,628	-1,499	-1,371	1,079	0,829	0,109	0,082	5,73%	12,94%
HILLTOP HOLDINGS	0,002	0,244	0,382	0,876	-0,398	-0,766	-0,065	-0,123	2,81%	5,09%
HOUSEVALUES	0,016	1,229	0,871	1,404	2,039	2,763	1,331	1,771	40,49%	9,24%
CAHN ENTERPRISES	0,087	0,364	3,611	0,323	0,315	0,024	-4,552	-0,337	1,00%	128,93%
NC.OPPOR.REAL.INVRS.	0,112	1,850	-1,675	-0,595	5,516	1,647	2,489	0,730	9,46%	33,99%
INTERGROUP	0,006	0,932	0,412	1,307	-0,281	-0,750	0,503	1,317	8,78%	3,79%
ONES LANG LASALLE	-0,039	-1,289	1,175	0,834	-0,370	-0,221	-1,752	-1,026	6,23%	16,73%
ANBO FINANCIAL GP.	0,014	0,315	-1,542	-0,733	1,095	0,437	-1,728	-0,678	2,72%	24,51%
ANDMARK LAND	0,003	0,129	0,746	0,671	3,096	2,341	0,702	0,521	25,79%	14,83%
MAYS JW	0,116	0,978	11,954	-2,157	6,876	1,043	-2,008	-0,299	12,78%	68,18%
MONTGOMERY REAL.GP.	-0,015	-1,909	0,635	1,681	-0,594	-1,321	0,636	1,391	12,48%	4,64%
MOST HOME	0,002	0,132	-0,240	-0,333	0,733	0,857	0,430	0,494	3,01%	8,39%
MOVE	-0,056	-1,203	-0,931	-0,433	2,231	0,871	-0,948	-0,364	2,73%	25,07%
NAVITONE TECHS.	0,002	0,125	0,798	1,164	-1,147	-1,406	0,242	0,291	6,53%	8,15%
NEW ENGLAND REAL.ASSOCS. OPREC.	0,091	0,867	-5,072	-1,043	3,109	0,537	-4,995	-0,848	4,80%	57,30%
ITS REAL.HDG.PTSHP.UTS.	-0,003	-0,102	0,451	0,328	0,876	0,535	0,205	0,123	2,58%	16,02%
MARAGON RLST.EQ.& IT.	0,131	0,665	0,674	0,074	-3,812	-0,350	-2,695	-0,243	0,61%	105,60%
MORTSMOUTH SQUARE	0,014	0,921	0,188	0,273	0,603	0,734	0,482	0,577	4,27%	8,10%
LEGAL ONE	0,001	0,011	0,189	0,071	-0,353	-0,112	0,121	0,038	0,04%	30,43%
REIS	0,020	0,718	0,342	0,268	0,990	0,651	0,866	0,560	3,64%	14,95%
RENOVO HDG.	-0,021	-1,207	1,292	1,611	0,085	0,089	-0,195	-0,200	11,66%	9,81%
SANTA FE FINL.	0,011	0,985	1,183	2,285	-0,876	-1,421	0,257	0,410	14,16%	6,42%
SEMELE GP.	-0,057	-0,899	6,800	2,292	-5,142	-1,456	2,304	0,641	14,55%	36,88%
SKYMARK HDG.	-0,007	-0,513	1,548	2,433	0,519	0,686	0,296	0,384	27,11%	8,56%
SONOMA WEST HDG.	-0,013	-1,324	1,080	2,289	0,099	0,177	0,947	1,657	23,54%	6,20%
SOUTHEAST ACQS.LP UTS.II	0,005	0,315	-0,272	-0,373	0,194	0,224	-0,436	-0,495	1,07%	8,41%
ST. JOE	-0,026	-2,612	0,294	0,634	0,049	0,088	0,772	1,377	6,72%	5,51%
STHN.REAL.	-0,023	-1,092	1,436	1,463	0,001	0,001	0,301	0,253	8,81%	11,82%
STRATUS PROPERTIES NEW	-0,008	-1,068	0,884	2,660	0,030	0,077	-0,319	-0,793	27,52%	4,49%
TARRAGON	-0,021	-1,168	-0,745	-0,894	1,829	1,845	-0,218	-0,216	9,81%	10,08%

**Αποτελέσματα του Υποδείγματος των Fama-French (χαρτοφυλάκια)
Μηνιαία Στοιχεία, 2005-2007**

		Value	Medium	Growth
CAPM	<i>ai</i>	0.0094**	0.0064	0.0075*
	<i>βi</i>	0.286*	0.453**	0.327**
Fama -French	<i>ai</i>	0.0084**	0.0037	0.0033
	<i>βi</i>	0.372**	0.459***	0.485***
	<i>si</i>	0.583***	0.293**	0.395***
	<i>hi</i>	0.577***	0.459**	0.630***

Τα τρία αυτά χαρτοφυλάκια κατασκευάστηκαν σύμφωνα με το BTMV. Τα SMB και HML αντικατοπτρίζουν το μέγεθος και το BTMV των Fama & French. Τα ***,** και * δείχνουν τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.

Συμπεράσματα

Το α είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό για τα value χαρτοφυλάκια. Οι συντελεστές για τα άλλα δύο χαρτοφυλάκια (μεσαίο και growth) δεν είναι στατιστικά σημαντικοί, αποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις που θα μπορούσαν να κερδίσουν οι επενδυτές διακρατώντας τα χαρτοφυλάκια αυτά.

Χρησιμοποιώντας το μονοπαραγοντικό υπόδειγμα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για το value χαρτοφυλάκιο κυμάνθηκαν στο 0,94% κατά μέσο όρο κάθε μήνα, σε σύγκριση με το 0,75% κατά μέσο όρο κάθε μήνα που αντιστοιχούσε σε χαρτοφυλάκιο όπου περιλαμβάνονταν growth REITs.

Μετά την αναπροσαρμογή για τους παράγοντες κινδύνου, η υπερβάλλουσα απόδοση για το value χαρτοφυλάκιο εξακολουθεί να είναι στατιστικά σημαντική, δίνοντας κατά μέσο όρο 0,84% κάθε μήνα.

Βιβλιογραφία

Bond, S.A., and J.L. Glascock., "The Performance and Diversification Benefits of European Public Real Estate Securities." European Public Real Estate Association, 2006.

Bond, S.A., G.A. Karolyi, and A.B. Sanders, 2003. International Real Estate Returns: A Multifactor, Multicountry Approach. *Real Estate Economics* 31, 481-500.

Brueggeman W.B. and Fisher J. (thirteenth, 2008 edition); Real Estate Finance and Investments

Campbell, J.Y. and L.M. Viceira. "Consumption and Portfolio Decisions When Expected Returns are Time Varying." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 2 (May 1999), pp. 433-495.

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

Chatrath A. and Y. Liang (1998); REITs and Inflation: A long run perspective, *JRER*, Vol. 16:3

Chen K. and D. Tzang (1988); Interest – rate sensitivity of Real Estate Investment Trusts, *JRER*, Vol. 3

Chen, H., K. Lo, C. Wu, and C. Lu. "Real Estate Investment Trusts; An. Asset Allocation Perspective." *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue (2005), pp. 46-54.

Chin, Henry, E. Topintzi, and P. Hobbs, "Global Real Estate Investment Performance 2006 and 2007." *RREEF*, 2007.

Ciochetti, B.A., T.M. Craft, and J.D. Shilling. "Institutional Investors' Preferences for REIT Stocks." *Real Estate Economics*, Vol. 30 (2002), pp. 567-593.

Damodaran A. (2002); *Investment Valuation*, Wiley and Sons Inc, New York

EFG Έρευνα: Αγορά κατοικίας – Προοπτικές Ανάπτυξης της Αγοράς Κατοικίας στην Ελλάδα: Πρώτα Αποτελέσματα ενός Πρότυπου Ερευνητικού Προγράμματος της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG (20/01/2006)

Fama E. and M. Gibbons (1982); Inflation, Real Returns and Capital Investment, *Journal of Monetary Economics*, Vol.5

Fama E.F. and G.W. Schwert (1977); Asset returns and Inflation, *Journal of Financial Economics*, Vol.5

Fama, E., and J. MacBeth. "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests." *Journal of Political Economy*, Vol. 81 (May 1973), pp. 607-636.

Fama, E., and K. French. "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 3 (Summer 2004), pp. 25-46.
Frequently Asked Questions about REITs, NAREIT, 2007

Global REIT Report – REIT Market Review 2007, Ernst & Young

Gultekin N.B. (1993); Stock Market Returns and Inflation: Evidence from other countries, *Journal of Finance*, Vol.38:1

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

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

Hartzell, D., J. Hekman, and M. Miles, "Real Estate Returns and Inflation." *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 15:1(1487), pp. 617-637.

Hasbrouck J. (1983); Stock Returns, Inflation and Economic Activity: The survey evidence, *The Journal of Finance*, Vol.39

Investment in Real Estate, Bc. Mikuláš Molnářfi, Diplomová Práce, 2004

Larsen, Alan B., and Grant R. McQueen., "REITs, Real Estate, and Inflation: Lessons from the Gold Market." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 10(1995), pp. 285-297.

Limmack, R. J., and C. W. R. Ward., "Property Returns and Inflation." *Land Development Studies*, 5(3)(1988), pp. 47-55.

Ling, D, and A. Naranjo. "Economic Risk Factors and Commercial Real Estate Returns," *Journal of Real Estate Finance & Economics*, Vol. 14, No. 3 (May 2007), pp. 283-307.

Lintner, J. "The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets."

Markowitz, Harry M., "Portfolio Selection." *Journal of Finance*, March 1952, pp. 77-91.

Mueller, G., "Real Estate Space Market Cycles." Testimony before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit of the Committee on Financial Services, United States House of Representatives, September 14, 2006.

Mueller, G., "What Will the Next Real Estate Cycle Look Like?" Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 8, No. 2 (2002), pp. 115-125.

Portfolio Diversification through REITs – A look at the Ibbotson Analysis, 2006

Real Estate Mutual Funds: Performance and Persistence, Crystal Y. Lin and Kenneth Yung, JRER, Vol.26, No 1, 2004

Real Estate Research – an asset class for the long term, Global Real Estate Research, Lijian Chen and Russell Chaplin, 2007

REITs: Building Dividends and Diversification, NAREIT – REITWatch, 2007

Rubens J., Bond M. and J. Webb(1989); The Inflation – Hedging Effectiveness of Real Estate, JRER, Vol.4

Sharpe, W. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk." Journal of Finance, Vol. 19 (September 1964), pp. 425-442.

Sharpe, William F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium." Journal of Finance, September 1964, pp. 425-442.

Sharpe, William F., "Imputing Expected Security Returns from Portfolio Composition." Journal of Financial and Quantitative Analysis, June 1974, pp. 463-472.

Yobaccio E., J. Rubens and D.C. Ketcham (1995); The Inflation – hedging Properties of Risk Assets: The case of REITs, JRER, Vol.10

Απολογισμός και Ετήσιο Δελτίο 2007, Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ

Δαβραδάκης Μ. και Χαρδούβελης Γ. (2006); Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες (Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές)

Ετήσιο Δελτίο 2007, Πειραιώς ΑΕΕΑΠ

Καραμούζης Ν. και Χαρδούβελης Γ. (2007); Αγορά κατοικίας: Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες

Μαλλιάρη Δ. (02/11/2007); Αποτίμηση της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα (Παρουσίαση στα πλαίσια του μαθήματος 3^ο εξαμήνου: Χρηματοδότηση και Επενδύσεις στην αγορά ακινήτων)

Μαλλιάρη Δ. (2006); Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανακλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς (Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές)

Σημειώσεις από τις παραδόσεις / παρουσιάσεις των μαθημάτων: Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική (1^ο εξαμήνου), Θεωρία χαρτοφυλακίου (2^ο εξαμήνου)

Φίλιππας Ν. (2005); Επενδύσεις, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό.

Επιλεγμένες Ιστοσελίδες

www.nareit.com, www.naftemporiki.gr, www.kathimerini.gr, www.bankofgreece.gr,
www.tovima.gr, www.euro2day.gr

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ