

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

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

**ΘΕΜΑ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ:  
ΕΝΑΣ ΝΕΟΣ ΘΕΣΜΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ REAL  
ESTATE**

**ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΑΡΔΙΤΣΟΓΛΟΥ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΕΜΜ. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ**

**ΕΤΟΣ 2006**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:

Εισαγωγή .....	2
Κεφάλαιο I: Αγορές Ακινήτων στην Ελλάδα και διεθνώς	
1. Προσδιοριστικοί παράγοντες των τιμών Ακινήτων .....	3
2. Αγορά ακινήτων στην Ελλάδα .....	7
3. Είναι υπερτιμημένη η ελληνική αγορά ακινήτων? .....	11
Κεφάλαιο II: Χρηματοοικονομικές επενδύσεις στην αγορά ακινήτων	
1. Χρηματοοικονομικά εργαλεία για την εκμετάλλευση της αγοράς ακινήτων .....	15
2. Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ ή REITs) .....	15
3. Ιστορία κι εξέλιξη των REITs .....	16
4. Τα REITs στην Ελλάδα και βασικά στοιχεία που προϋποθέτει η νομοθεσία γι' αυτά .....	18
5. Βασικά οφέλη και πλεονεκτήματα που έφεραν τα REITs στις αγορές .....	21
6. Μειονεκτήματα των REITs .....	28
7. Είδη – κατηγορίες των REITs .....	29
8. Μέθοδοι αποτίμησης των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία .....	30
9. Σχέση κινδύνου-απόδοσης των διαφόρων τύπων ακινήτων που επενδύουν τα REITs .....	33
Κεφάλαιο 3: Εμπειρικές μελέτες – Άρθρα .....	36
Συμπεράσματα .....	39
Πηγές .....	41

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η κατοικία αποτελεί συχνά το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο για τα περισσότερα νοικοκυριά, ενώ οι οικονομικές δραστηριότητες που συνδέονται με την αγορά ακινήτων αντιπροσωπεύουν συνήθως μεγάλο ποσοστό του εθνικού εισοδήματος και της δαπάνης των νοικοκυριών. Επίσης, λόγω των σημαντικών κεφαλαίων που απαιτούνται για την απόκτηση κατοικίας συνήθως χρησιμοποιείται μακροχρόνιος-ενυπόθηκος τραπεζικός δανεισμός, ενώ η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας αποτελεί μια σημαντική δραστηριότητα των τραπεζών. Κατά συνέπεια, απότομες μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, επηρεάζουν αφενός τον πλούτο των νοικοκυριών και κατ' επέκταση την πιστοληπτική τους ικανότητα και αφετέρου την κερδοφορία των τραπεζών και την ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων και ειδικότερα η διαμόρφωσή τους σε επίπεδα εκτός ισορροπίας αποτελούν αντικείμενο ενδιαφέροντος για τις κεντρικές τράπεζες, οι οποίες φέρουν την ευθύνη διασφάλισης της χρηματοοικονομικής σταθερότητας, οικονομικής ευρωστίας των τραπεζικών ιδρυμάτων και της διακράτησης του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα.

Η εξέλιξη των τιμών των ακινήτων αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό θέμα, το οποίο απασχολεί άμεσα τη συντριπτική πλειοψηφία των νοικοκυριών τόσο στην Ελλάδα, όσο και σ' όλον τον ανεπτυγμένο κόσμο. Η κατοικία, ως γνωστό χρησιμοποιείται τόσο για την ικανοποίηση των στεγαστικών αναγκών όσο και ως κύρια επενδυτική επιλογή.

Η αγορά ακινήτων αποτελούσε πάντοτε ένα σημαντικό τμήμα της ελληνικής οικονομίας. Στη χώρα μας, για πολλές δεκαετίες μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η αγορά ακινήτων αποτελούσε για τα περισσότερα νοικοκυριά το μοναδικό μέσο μακροπρόθεσμης αποταμίευσης, που να μπορούσε να το προστατέψει από τον πληθωρισμό. Σήμερα, η μεν κατοχή ακινήτων αποτελεί το 90% του συνολικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών, η δε ιδιωτική επένδυση σε ακίνητα αποτελεί περίπου το 20% των συνολικών επενδύσεων. Κάτι τέτοιο έχει σαν αποτέλεσμα οι εξελίξεις στις τιμές των ακινήτων, μέσω της επίδρασής τους στον ιδιωτικό πλούτο, να επηρεάζουν τις αποταμιευτικές επιλογές, καθώς και την εμπιστοσύνη των νοικοκυριών που με τη σειρά τους αποτελούν τους κύριους παράγοντες ώθησης του οικονομικού κύκλου και της ανάπτυξης γενικότερα.

Οι Έλληνες αποταμιευτές μπορούν πλέον να επενδύουν στην αγορά ακινήτων μέσω νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως είναι οι Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία, τα λεγόμενα Real Estate Investment Trusts (REITs) και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις στα λεγόμενα Private Equity Real Estate Funds. Τα χρηματοοικονομικά αυτά εργαλεία που έχουν την αφετηρία τους στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και έχουν βρει μεγάλη απήχηση στο επενδυτικό κοινό είναι ακόμη σε πολύ πρώιμα στάδια στην ελληνική αγορά του real estate. Σε σύνολο τα REITs ή μετοχές τύπου REITs υπάρχουν σε δεκαεπτά χώρες παγκοσμίως. Ήδη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έχουν εισαχθεί οι μετοχές δύο Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και συγκεκριμένα της Πειραιώς Επενδυτικής Ακίνητης Περιουσίας και της Eurobank Properties.

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται η σκιαγράφιση των παραγόντων που συμβάλλουν στη διαμόρφωση των τιμών των ακινήτων διεθνώς και η διερεύνηση της σχετικής ελληνικής εμπειρίας κατά την τελευταία δεκαετία. Παράλληλα θα γίνει ανάλυση του νέου χρηματοοικονομικού εργαλείου για τα ελληνικά δεδομένα και συγκεκριμένα των Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι: ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΣ**

### **1. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

Οι παράγοντες που επηρεάζουν διαχρονικά την πορεία των τιμών των ακινήτων μπορούν να χωριστούν σε δύο βασικές κατηγορίες: σε εκείνους που έχουν μακροπρόθεσμες επιπτώσεις και σε εκείνους που έχουν βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις.

Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τον μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης μιας χώρας, το ρυθμό μεταβολής του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τα δημογραφικά δεδομένα, το φορολογικό σύστημα, καθώς και το επίπεδο των μακροχρόνιων επιτοκίων και του πληθωρισμού και γενικά τις τάσεις που διαμορφώνονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου καθώς και στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Επίσης, η διαθεσιμότητα και το κόστος της οικοδομήσιμης γης, καθώς και οι επενδύσεις σε έργα υποδομής παίζουν σημαντικό ρόλο.

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει παράγοντες που επιδρούν πιο άμεσα στην αγορά ακινήτων, όπως είναι οι συνθήκες λειτουργίας της αγοράς στεγαστικής πίστης και το συνεπαγόμενο κόστος δανεισμού, καθώς και το φορολογικό καθεστώς στην αγορά ακινήτων ( φόροι μεταβίβασης, κληρονομιάς και εισοδημάτων από κατοικίες). Επιπλέον, ο ρυθμός μεταβολής των τιμών ακινήτων στο παρελθόν, καθώς και οι προσδοκίες για την πορεία των τιμών μελλοντικά συντελούν στη διαμόρφωση των τιμών σε συγκεκριμένα επίπεδα. Σε αυτό το σημείο, βέβαια είναι σημαντικό ν' αναφέρουμε έναν βασικό περιορισμό στην εκτίμηση του δείκτη τιμών ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα η κατασκευή ενός ενιαίου δείκτη για μια περιφέρεια ή μια χώρα είναι δύσκολη υπόθεση διότι η αγοραπωλησία ακινήτων δε λαμβάνει χώρα σε μία κεντρική αγορά όπως συμβαίνει για παράδειγμα με τις μετοχές στο Χρηματιστήριο. Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις οι αυξήσεις στους δείκτες μπορούν να αποδοθούν ως ένα βαθμό στη βελτίωση της ποιότητας των κατοικιών. Έτσι, ακόμα και αν η προσφορά των κατοικιών είναι σταθερή, οι τιμές τους είναι δυνατό ν' αυξηθούν αν κι εφόσον βελτιωθεί η ποιότητά τους.

Σε ότι έχει να κάνει με την οικονομική δραστηριότητα της χώρας, ως γνωστόν, η σχέση που υφίσταται μεταξύ αυτής και τιμών των ακινήτων είναι θετική και αμφίδρομη. Η πορεία στις τιμές των ακινήτων επιδρά άμεσα στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας, αλλά και αντιστρόφως, η πορεία και εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας έχει σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές των ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των ακινήτων επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα κυρίως μέσω της επίδρασης τους στον πλούτο των νοικοκυριών. Τούτο είναι εύλογο, καθότι η αύξηση στις τιμές των ακινήτων συνεπάγεται αύξηση του πλούτου των ιδιοκτητών ακινήτων, κάτι που οδηγεί σε μεγαλύτερη κατανάλωση των νοικοκυριών και τελικά αύξηση του ΑΕΠ της χώρας, άρα βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας της. Εκτός όμως από τη συμβολή των νοικοκυριών στην οικονομική δραστηριότητα μέσω της αύξησης της κατανάλωσης στη βελτίωση αυτής συμβάλουν σε σημαντικό βαθμό και οι επιχειρήσεις σε περίπτωση ανόδου της αξίας των ακινήτων τους και κατά συνέπεια των περιουσιακών τους στοιχείων. Αυτό είναι λογικό, εφόσον, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα ακίνητά τους ως ενέχυρο για τη λήψη δανείων και κατά συνέπεια η αύξηση της αξίας των ακινήτων τους τις βοηθάει στη λήψη μεγαλύτερων δανείων για την χρηματοδότηση και εκπλήρωση των επενδυτικών τους σχεδίων. Τα τελευταία χρόνια στο εξωτερικό οι τράπεζες δανείζουν τα νοικοκυριά με βάση την υπεραξία της κατοικίας τους (το λεγόμενο mortgage equity withdrawal). Ο δανεισμός αυτός επιτείνει τη θετική σχέση που υφίσταται μεταξύ τιμών ακινήτων και οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον παρέχει στα νοικοκυριά τη δυνατότητα για επιπλέον κατανάλωση όταν οι τιμές των σπιτιών τους ανεβαίνουν. Η νέα αυτή μορφή δανεισμού έχει οδηγήσει σε θεαματική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης στις Η.Π.Α., σε σημείο που τα νοικοκυριά καταναλίσκουν σχεδόν ολόκληρο το καθαρό μηνιαίο εισόδημά τους, χωρίς να αποταμιεύουν, δημιουργώντας μεγάλα ερωτηματικά για το τι μπορεί να συμβεί στην αμερικανική οικονομία αν σταθεροποιηθούν οι τιμές των ακινήτων ή και πέσουν.

Είναι γεγονός πως τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς η πλειοψηφία των νοικοκυριών δείχνει προτίμηση στην κατοχή ακινήτων παρά μετοχών, με αποτέλεσμα οι επιπτώσεις στον πλούτο τους και κατά συνέπεια στην κατανάλωση αυτών να είναι πολύ πιο δυσμενείς μετά από μία πτώση στις τιμές των κατοικιών παρά μετά από μία πτώση στις τιμές των μετοχών. Επίσης, τα νοικοκυριά είναι πολύ πιο πιθανό να έχουν δανειστεί κεφάλαια προκειμένου να αγοράσουν σπίτι απ' ό,τι για να αγοράσουν μετοχές, με αποτέλεσμα μία ενδεχόμενη πτώση στις τιμές των νοικοκυριών να οδηγεί σε φαινόμενα χρεοκοπίας νοικοκυριών με υψηλό δανεισμό σε σχέση με την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων. Μελέτες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου υπογραμμίζουν ότι μία μείωση της αξίας των ακινήτων κατά 100 ευρώ προκαλεί μείωση της οικονομικής δραστηριότητας κατά 8 ευρώ, ενώ αντίστοιχη μείωση της αξίας των μετοχών μειώνει την οικονομική δραστηριότητα μόνο κατά 4 ευρώ.

Συγχρόνως, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει και αυτή τις τιμές των ακινήτων, αφού η καλή πορεία της οικονομίας συνεπάγεται υψηλότερο διαθέσιμο εισόδημα στα νοικοκυριά και άρα μεγαλύτερη δυνατότητα αγοράς κατοικίας. Η καλή πορεία της οικονομίας δίνει επίσης τη δυνατότητα επέκτασης

των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων των επιχειρήσεων, οι οποίες στην προσπάθειά τους για επέκταση ανεβάζουν τις τιμές στα επαγγελματικά ακίνητα.

Όσον αφορά στα χαρακτηριστικά των επιμέρους αγορών, σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως στην Αυστραλία, την Ιρλανδία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο η αύξηση των τιμών σε σχέση με το 1997 ήταν της τάξεως του 50%. Μια τέτοια εξέλιξη είναι δύσκολο να εξηγηθεί μόνο με βάση τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη των οικονομιών και θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και διαρθρωτικοί μακροοικονομικοί παράγοντες, όπως η μεγάλη αύξηση των στεγαστικών δανείων ως ποσοστό του ΑΕΠ, η αύξηση του ποσοστού ιδιοκατοίκησης, η εξέλιξη της σχέσης των τιμών των ακινήτων προς ενοίκια, καθώς και η αύξηση της πυκνότητας του πληθυσμού (βλ. πίνακα 1).

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων σε επιλεγμένες βιομηχανικές χώρες

ΧΩΡΑ	ΕΤΟΣ	ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ		ΤΙΜΕΣ		ΠΛΗΘΥΣΜΙΑΚΗ ΠΥΚΝΟΤΗΤΑ (ΚΑΤΟΙΚΟΙ ΑΝΑ Τ.ΧΙΛΙΟΜΕΤΡΟ)
		ΔΑΝΕΙΑ ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΟΚΑΤΟΙΚΗΣΗΣ	ΑΚΙΝΗΤΩΝ/ΚΑΤΑ ΚΕΦΑΛΗΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ (1985=100)	ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ/ΕΝΟΙΚΙΑ(1985=100)	
ΗΠΑ	1990	44,6	64	107,1	112,7	27,2
	2003	63,7	38,3	113,7	136,5	31,8
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1990	42,5	39	94,8	99,3	222,7
	2003	54,3	43,6	79,7	73,1	231,2
ΓΑΛΛΙΑ	1990	19,7	55	118,6	116	103,1
	2003	24,8	56,2	124,6	129,7	108,7
ΙΤΑΛΙΑ	1990	3,6	68	129,9	100	192,9
	2003	13,3	80	130,7	91,4	196,7
ΙΣΠΑΝΙΑ	1990	10,6	78	198,9	207, <sup>n</sup>	77,8
	2003	42,1	82,9	288,8	249,9	82,7
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	1990	40,2	45	111,4	109,9	441,3
	2003	99,9	63	243,1	203,6	478,3
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	1990	18,5	79,3	110,5	100,8	50,9
	2003	45	76,9	200,8	272,5	57
ΙΑΠΩΝΙΑ	1990	30,3	61	121,7	123,3	338,8
	2003	36,6	62	79,3	75,2	349,6
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	1990	52,7	66	137	117,2	239
	2003	63,8	70	155,8	194,3	245,6
ΚΑΝΑΔΑΣ	1990	39,8	63	138,5	140,7	3
	2003	42,8	65,2	155,5	182,6	3,4
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	1990	19,9	72	122,9	101,6	2,2
	2003	57,3	70	183,1	212,9	2,6
ΕΛΛΑΔΑ	1995	3	79	92,7	77,4	80,6
	2004	20,7	83	123,4	135,4	83,6

Πηγή: *International Monetary Fund 2004*

Η στεγαστική πίστη αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα των τιμών των ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, όταν αυξάνεται η στεγαστική πίστη,

αυξάνεται ταυτόχρονα και η ζήτηση κατοικίας, με αποτέλεσμα ν' αυξάνονται και οι τιμές. Στη συνέχεια οι υψηλότερες τιμές αυξάνουν την αξία του ενεχύρου, γεγονός που επιτρέπει μεγαλύτερα ποσά δανεισμού. Τα στεγαστικά δάνεια ως ποσοστό του ΑΕΠ στις περισσότερες βιομηχανικές χώρες το 2003 βρίσκονταν σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις αρχές της δεκαετίας του '90. Η πτώση των μέσων βραχυχρόνιων επιτοκίων, η απελευθέρωση της αγοράς στεγαστικών δανείων και η όξυνση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, ιδιαίτερα στον τομέα της λιανικής τραπεζικής, είναι μερικοί από τους παράγοντες, οι οποίοι συνετέλεσαν στην ενίσχυση της ζήτησης για στεγαστικά δάνεια, με αποτέλεσμα ο συγκεκριμένος δείκτης σε όλες σχεδόν τις εξεταζόμενες χώρες να ακολουθήσει σχετικά ανοδική πορεία. Είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα της Ιρλανδίας, η οποία έχει από τα πιο χαμηλά πραγματικά επιτόκια στεγαστικών δανείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με αποτέλεσμα να σημειώνει τα τελευταία χρόνια υψηλούς ρυθμούς αύξησης στα δάνεια αυτά. Κάτι ανάλογο συμβαίνει και στην Ολλανδία, η οποία έχει εξελιχθεί ως μία εκ των πλέον ανεπτυγμένων αγορών στεγαστικής πίστης (τα δάνεια αντιστοιχούν στο 99,9% του ΑΕΠ), λόγω των εξαιρετικά ευνοϊκών όρων χρηματοδότησης και της αυξημένης ζήτησης για νέες κατοικίες υψηλής ποιότητας και προδιαγραφών.

Η αύξηση των τιμών των ενοικίων στις περισσότερες χώρες υπολείπεται της αύξησης των τιμών των ακινήτων, πιθανό γιατί ένα μεγάλο μέρος των νοικοκυριών εκμεταλλευόμενο τα ελκυστικά επιτόκια στράφηκε προς την ιδιοκατοίκηση. Ωστόσο, σημαντικό ρόλο έπαιξαν και οι περιορισμοί που υφίστανται σε αυτόν τον τομέα και οι οποίοι οδηγούν σε ελεγχόμενες αυξήσεις των ενοικίων και αφετέρου καθιστούν την ενοικίαση κατοικιών μη συμφέρουσα επιχειρηματική δραστηριότητα.

Το ποσοστό ιδιοκατοίκησης στις περισσότερες περιπτώσεις και ιδιαίτερα στην Ισπανία, την Ιταλία, την Ιρλανδία, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Αυστραλία είναι ιδιαίτερα υψηλό. Ο βασικός λόγος, όπως προαναφέρθηκε και παραπάνω είναι η αποκλιμάκωση των επιτοκίων, η οποία συντέμνει στη μετατόπιση της ζήτησης από την ενοικίαση στην αγορά κατοικίας, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως στην Ιρλανδία, σημειώθηκε πτώση του ποσοστού ιδιοκατοίκησης που σχετίζεται με την απελευθέρωση των ενοικίων και τη συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης για κατοικίες προς ενοικίαση. Ωστόσο και άλλοι παράγοντες έπαιξαν ρόλο, όπως οι φορολογικές ελαφρύνσεις για αγορά κατοικίας και οι επιδοτήσεις ενοικίου.

Οι τιμές των ακινήτων προς το κατά κεφαλήν εισόδημα είναι από τους πιο σημαντικούς δείκτες για να εκτιμηθεί σε όρους αγοραστικής δύναμης, η δυνατότητα απόκτησης κατοικίας των νοικοκυριών. Όταν ο συγκεκριμένος δείκτης αυξάνει διαχρονικά αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος υπολείπεται της αύξησης των τιμών των ακινήτων και συνεπώς δυσχεραίνεται η απόκτηση κατοικίας. Αυτό συμβαίνει για τις περισσότερες χώρες στον παραπάνω πίνακα, εκτός από τη Γερμανία, όπου οι τιμές τη συγκεκριμένη περίοδο διέγραψαν πιο σταθερή πορεία και την Ιαπωνία, όπου οι τιμές διέγραψαν πτωτική πορεία από τις αρχές της δεκαετίας του '90 όταν η οικονομία εισήλθε σε φάση οικονομικής ύφεσης.

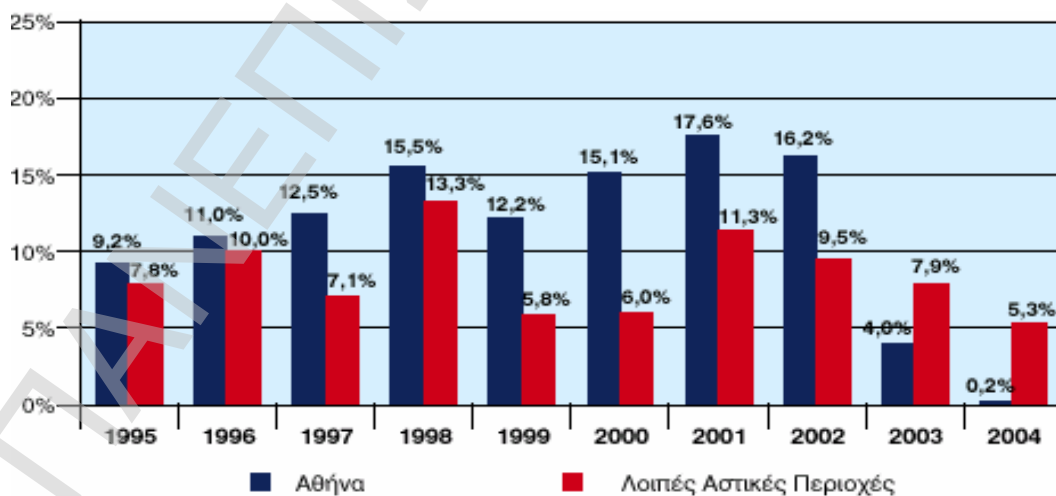
Τέλος, οι δημογραφικές αλλαγές φαίνεται να επηρεάζουν έμμεσα και σε σχετικά μικρό βαθμό τις τιμές των ακινήτων, κυρίως μέσω της αύξησης του πληθυσμού από τα μεταναστευτικά ρεύματα που εισρέουν σε κάθε χώρα, καθώς αυτά αποτελούν 'δεξαμενή' δυνητικής ζήτησης για αγορά κατοικιών στο μέλλον.

## 2. Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο κλάδος των ακινήτων ανέκαθεν αποτελούσε βασικό πυλώνα ανάπτυξης για την ελληνική αγορά. Η δε εμμονή του Έλληνα στην επένδυση σε ακίνητη περιουσία μέχρι σήμερα φαίνεται ότι του έχει βγει σε καλό. Καταρχήν, τα ακίνητα 'έσωσαν' τη συνολική περιουσία των Ελλήνων από τη μεγάλη και παρατεταμένη πτώση στο ελληνικό χρηματιστήριο που οδήγησε σε πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών κατά 70% περίπου. Επιπλέον, η παραμικρή αύξηση στις τιμές των ακινήτων οδηγεί σε συνολική αύξηση της περιουσίας του Έλληνα ακόμη και αν άλλες επενδύσεις παρουσιάζουν ζημιές.

Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα σημείωσαν μία εντυπωσιακή άνοδο κατά την τελευταία δεκαετία. Σύμφωνα με το Δείκτη Τιμών Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος κατά το διάστημα 1994-2005, οι τιμές των αστικών ακινήτων στην Ελλάδα αυξήθηκαν κατά 175%. Η ανοδική αυτή πορεία των ακινήτων στη χώρα μας ξεκίνησε από τα τέλη της δεκαετίας του '90 και διήρκησε μέχρι το τέλος του 2003. Η περίοδος αυτή που ουσιαστικά αφορούσε στην πορεία προς τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων, συνοδεύτηκε από μια πλειάδα επιπτώσεων όχι μόνο στην οικονομία της χώρας εν γένει, αλλά και στην αγορά ακινήτων γενικότερα. Στο διάγραμμα 1 βλέπουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών των ακινήτων στην Ελλάδα.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των ακινήτων στην Ελλάδα**

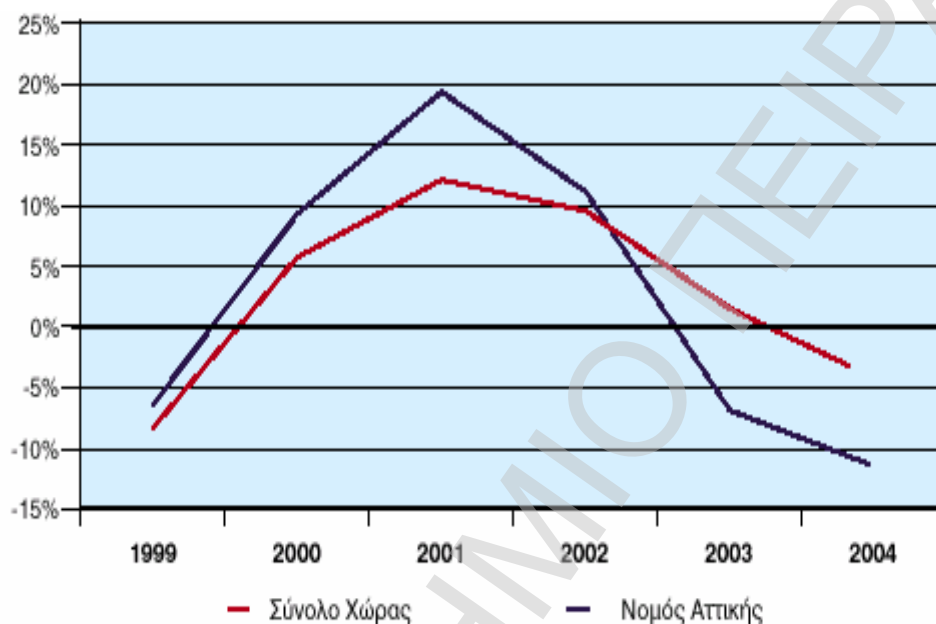


Το κύριο χαρακτηριστικό της ελληνικής οικονομίας ήταν η σφύζουσα δραστηριότητα στον κατασκευαστικό τομέα, η οποία συνέτεινε στην άνοδο των



τιμών των ακινήτων κυρίως στην περιφέρεια της Αττικής. Η πτωτική πορεία (του όγκου των αδειών οικοδομών) ξεκίνησε από τα μέσα περίπου του 2003 και συνεχίστηκε μέχρι τον Αύγουστο του 2004, ενώ στην περίοδο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 2004 σημειώθηκε αύξηση του όγκου αδειών (βλ. διάγραμμα 2)

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Οικοδομική δραστηριότητα με βάση τις άδειες (% μεταβολή προηγούμενου έτους)**



Ωστόσο, οι παράγοντες που συνδέονται με την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων δεν είναι επαρκείς για να εξηγήσουν την άνοδο των τιμών τη συγκεκριμένη περίοδο. Επομένως, είναι απαραίτητη η εξέταση για την Ελλάδα οι δείκτες που αναλύσαμε παραπάνω.

Πιο συγκεκριμένα κατά την περίοδο 1995-2004, οι τιμές των προσδιοριστικών παραγόντων των τιμών των ακινήτων είχαν ως εξής: (βλ. πίνακα 2)

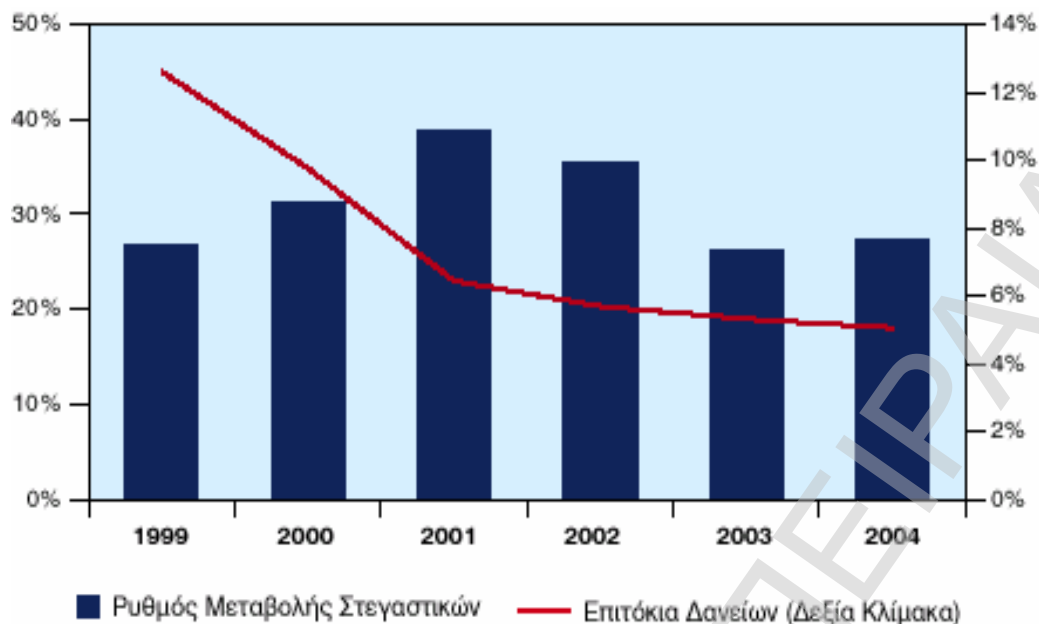
**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα**

ΕΤΟΣ	ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΩΣ % ΤΟΥ ΑΕΠ	ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ/ΚΑΤΑ ΚΕΦΑΛΗΝ		ΠΛΗΘΥΣΜΙΑΚΗ ΠΥΚΝΟΤΗΤΑ (ΚΑΤΟΙΚΟΙ ΑΝΑ Τ. ΧΙΛΙΟΜΕΤΡΟ)	ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΟΚΑΤΟΙΚΗΣΗΣ
		ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ (1997=100)	ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ/ΕΝΟΙΚΙΑ (1997=100)		
1995	3%	92,7	77,4	80,6	79%
1996	3,60%	95,4	98,1	81,2	
1997	4%	100	100	81,7	
1998	4,30%	108,2	107,5	82,1	
1999	5,90%	115,9	111,9	82,5	80%
2000	9,30%	120,4	119,1	82,7	
2001	11,90%	128,5	131,3	83	
2002	15%	137	141,3	83,3	83%
2003	17,60%	131,2	142	83,5	
2004	20,70%	123,4	135,4	83,6	

**Πηγή: Εθνική Στατιστική Υπηρεσία, Τράπεζα της Ελλάδος**

Βλέπουμε από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα ότι τα στεγαστικά δάνεια ως ποσοστό του ΑΕΠ σημείωσαν σημαντική άνοδο κατά την περίοδο 1995-2004, ενώ καταλυτικός ήταν και ο ρόλος της απελευθέρωσης της αγοράς των στεγαστικών δανείων το 1994 σε συνδυασμό φυσικά με τη μείωση των επιτοκίων που ξεκίνησε πριν την εισαγωγή του Ευρώ το 2001. Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό με την όξυνση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών οδήγησαν στην προσφορά πιο ευέλικτων κι ελκυστικών προϊόντων στεγαστικής πίστης και σε υψηλούς ρυθμούς αύξησης δανείων. Από τα μέσα της δεκαετίας του '90 περίπου τα στεγαστικά δάνεια στη χώρα μας αυξάνονταν με ετήσιο ρυθμό της τάξεως του 30%, γεγονός που αφενός επέτεινε τη ζήτηση για αγορά κατοικιών και αφετέρου συντηρούσε τις πιέσεις για αύξηση των τιμών των κατοικιών. Είναι αξιοπρόσεκτο πως στην Ελλάδα μεγαλύτερο από το 90% των αγορών πραγματοποιείται μέσω τραπεζικού δανεισμού. Έτσι, ο δανεισμός για στεγαστικά δάνεια ως ποσοστό του ΑΕΠ να είναι ίσος με 20,7% σε σύγκριση με το 3% που ήταν το 1995 και μικρότερος από το αντίστοιχο ποσοστό της Ευρώπης που είναι 44%. Στο διάγραμμα 3 βλέπουμε τη σχέση που επικράτησε στην ελληνική αγορά ανάμεσα στο ρυθμό μεταβολής των στεγαστικών δανείων και τα επιτόκια κατά την περίοδο 1999-2004:

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Ρυθμός μεταβολής στεγαστικών δανείων κι επιτόκια**



Όσον αφορά στη σχέση των τιμών των ακινήτων με τα ενοίκια προκύπτει ότι μέσα από τα μέσα της δεκαετίας του '90 οι αυξήσεις των ενοικίων ήταν μικρότερες από τις αυξήσεις των τιμών των ακινήτων, γεγονός που αντανακλά ενδεχομένως την ώθηση των τιμών και σε επίπεδα εκτός ισορροπίας, τάση που φαίνεται να επιβραδύνεται από το 2003 και να αντιστρέφεται από το 2004, όταν σημειώνεται μικρή υποχώρηση του δείκτη και μείωση των τιμών των ακινήτων. Σ' αυτό το σημείο είναι σημαντικό ν' αναφέρουμε ότι όταν ο δείκτης τιμών ανεβαίνει χωρίς μεταβολές σε μεταβλητές της αγοράς, όπως τα επιτόκια, αυτό συνήθως σημαίνει ότι η αγορά κατοικίας γίνεται περισσότερο δαπανηρή από την ενοικίαση, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά σταδιακά να στέφονται προς την ενοικίαση, γεγονός που στη συνέχεια προκαλεί αύξηση των ενοικίων και σταθεροποίηση του δείκτη τιμών προς ενοίκια χωρίς απαραίτητη πτώση στις τιμές των κατοικιών. Πάντως, από τη λήξη των Ολυμπιακών Αγώνων κι έως σήμερα είναι γεγονός πως η ενοικίαση στέγης γίνεται πιο ακριβή σε σχέση με την κατασκευή, αλλά και την αγορά κατοικίας, γεγονός που ενισχύει την τάση αγοράς ή κτισίματος έναντι ενοικίασης. Το γεγονός αυτό φαίνεται και από το ότι οι τόκοι των στεγαστικών δανείων μειώνονται σε αντίθεση με το ποσό που ξοδεύεται για ενοίκια στην Ελλάδα μέχρι σήμερα, το οποίο αυξάνεται. Επιπλέον, η ανοδική πορεία του δείκτη τιμών των ακινήτων προς το κατά κεφαλήν διαθέσιμο εισόδημα μέχρι το 2003 δείχνει ότι οι πληθωριστικές πιέσεις στον τομέα των ακινήτων αποδυνάμωναν ως ένα βαθμό την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών με αποτέλεσμα το οικονομικό βάρος για αγορά κατοικίας μέχρι το 2003 να είναι σημαντικά αυξημένο για τον Έλληνα, με αποτέλεσμα την αποσυμπύκνωση των περαιτέρω αυξητικών τάσεων, καθώς η ζήτηση μειώνεται.

Η αύξηση του δείκτη πληθυσμιακής πυκνότητας συνδέεται ως ένα βαθμό με το μεταναστευτικό ρεύμα κυρίως από τις βαλκανικές χώρες. Υπολογίζεται ότι 800.000 με 1.000.000 μετανάστες εγκαταστάθηκαν στη χώρα μας τα τελευταία χρόνια, αντιπροσωπεύοντας περίπου το 10% του συνολικού πληθυσμού. Η παρουσία των οικονομικών μεταναστών άσκησε πρόσθετη πίεση στη ζήτηση για ακίνητα, καθώς δημιούργησε μετατοπίσεις πληθυσμού και ζήτηση για

ενοικιαζόμενες κατοικίες σε νέες περιοχές. Παρόλο που το συγκεκριμένο κομμάτι του πληθυσμού είναι ακόμα χαμηλής οικονομικής δυνατότητας, μελλοντικά με την απόκτηση υψηλότερων εισοδημάτων αναμένεται να ασκήσει ακόμα μεγαλύτερη πίεση στη ζήτηση για κατοικίες και κατ' επέκταση στις τιμές των ακινήτων.

Όσον αφορά στο δείκτη ιδιοκατοίκησης της χώρας μας, όπως προαναφέραμε, αλλά και όπως φαίνεται και στον πίνακα είναι ένας από τους υψηλότερους στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

### **3. ΕΙΝΑΙ ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΕΝΗ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ;**

Το τελευταίο διάστημα υπάρχει έντονη ανησυχία για την εξέλιξη των τιμών των ακινήτων στην Ελλάδα και το γεγονός αυτό το ενισχύει το ότι πολλοί αναλυτές και οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι είναι πλέον πολύ πιθανό να εμφανιστούν πιέσεις στις τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ, όπου από το 2001 κι έπειτα ήταν σταθερά ανοδικές.

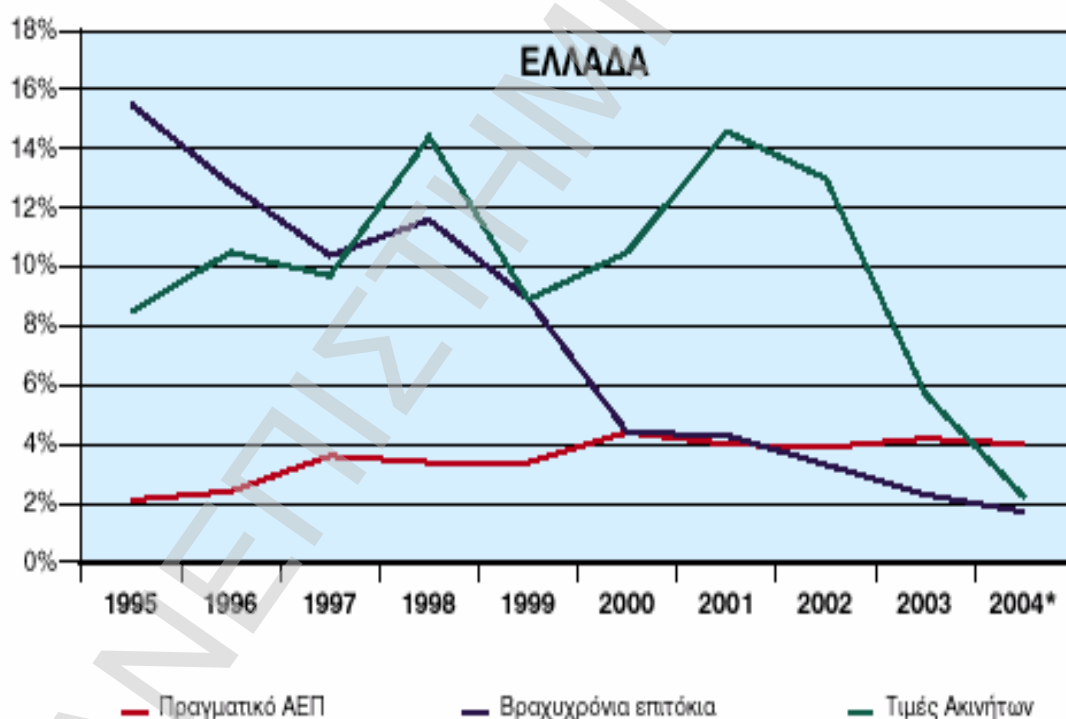
Όσον αφορά στην εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα, σύμφωνα με την ανάλυση του καθηγητή Δημ. Μαλλιάρόπουλου 'Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανακλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς', ο εν λόγω καθηγητής αποδεικνύει πως είναι δίκαιη η αποτίμηση των ακινήτων στην ελληνική αγορά και ότι οι αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων κατά την τελευταία 10-ετία κρίνονται απόλυτα φυσιολογικές για μία αγορά στην οποία τα αποπληθωρισμένα μακροχρόνια επιτόκια έχουν μειωθεί κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες στη διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομία προς την ΟΝΕ και κατά συνέπεια η αγορά κινήθηκε από θεμελιώδη μεγέθη και όχι από μία κερδοσκοπική φούσκα.

Η ανάλυση αυτή συγκρίνει την πορεία και τις αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων και συγκεκριμένα των μακροπρόθεσμων 10-ετων ομολόγων του ελληνικού δημοσίου και των μετοχών για την περίοδο 1994-2005 και παρατηρεί ότι οι αποδόσεις αυτών ήταν υψηλότερες από τις αποδόσεις των ακινήτων κατά την ίδια περίοδο. Πιο συγκεκριμένα, 'η κεφαλαιακή απόδοση των ακινήτων κατά το διάστημα 1994-2005 ήταν σημαντικά υψηλότερη του πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, ο αποπληθωρισμένος δείκτης τιμών των ακινήτων σημείωσε στο ίδιο διάστημα άνοδο 69%, η οποία αντιστοιχεί σε μία ετήσια πραγματική απόδοση της αγοράς ακινήτων της τάξης του 6,3%. Οι αποδόσεις αυτές παρ' ότι φαινομενικά είναι υψηλές, είναι χαμηλότερες σε σύγκριση με τις αποδόσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων με παρόμοιο ή και χαμηλότερο βαθμό έκθεσης σε κίνδυνο, όπως τα μακροπρόθεσμα ομόλογα του Δημοσίου. Πιο συγκεκριμένα η απόδοση στη λήξη του 10-ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου το 1994 ήταν 27%. Με μέσο πληθωρισμό 4,6% στο διάστημα 1994-2004, η πραγματική απόδοση των ομολόγων για ένα συντηρητικό επενδυτή με ορίζοντα 10-ετίας, ο οποίος αγόρασε ομόλογα το 1994 ήταν κατά μέσο όρο 16,1% ετησίως δηλαδή 10 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από την απόδοση του ακινήτου. Οι αποδόσεις των μετοχών, παρά τη σημαντική διόρθωση του χρηματιστηρίου το 1999 ήταν ακόμη υψηλότερες. Οι σχετικές αποδόσεις των

ακινήτων σε σύγκριση με τις αποδόσεις των ομολόγων ήταν ακόμη χαμηλότερες αν λάβουμε υπόψη μας το κόστος συντήρησης ενός ακινήτου, καθώς και το κόστος συναλλαγής στην αγορά ακινήτων’.

Πάντως, οι υψηλές αυτές αποδόσεις των ομολόγων οφείλονται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, που είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση των επιτοκίων και του πληθωρισμού από 11% το 1994 σε 3% το 2004. Η ανάλυση αποδεικνύει πως η πορεία των τιμών των ακινήτων κατά το δεύτερο ήμισυ της 10-ετίας του '90 οφείλεται στην εντυπωσιακή μείωση των επιτοκίων και του πληθωρισμού στη διαδικασία σύγκλισης της Ελλάδας προς την ΟΝΕ. Μάλιστα, το αποτέλεσμα στην σύγκλιση των πραγματικών επιτοκίων στην Ελλάδα προς τα σημαντικά χαμηλότερα ευρωπαϊκά επίπεδα ήταν μια έκρηξη στις τιμές όλων των περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων και των ακινήτων. Στο διάγραμμα 4 είναι εμφανής η μεγάλη μείωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, η σημαντική αύξηση της αξίας των ακινήτων κατά το τέλος της δεκαετίας του '90, η μείωση στο τέλος του '99 η επάνοδος την περίοδο 2000-2001 και η μετέπειτα μείωση αυτών από το 2002 μέχρι το 2004.

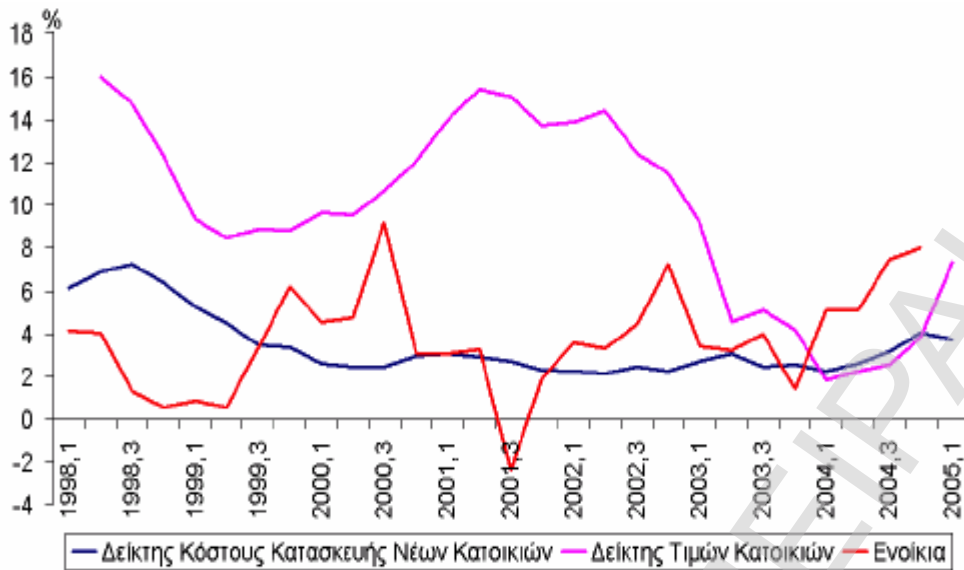
#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: ΑΕΠ - ΕΠΙΤΟΚΙΑ - ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ



Για την απόδειξη ότι η πορεία των τιμών των ακινήτων ακολουθεί τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς χρησιμοποιείται από τον αναλυτή ένα υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Πιο συγκεκριμένα το ακίνητο θεωρείται ως ένα ομόλογο, το οποίο υπόσχεται ένα εισόδημα στο μέλλον. Το εισόδημα αυτό είναι τα ενοίκια. Μάλιστα σε περίπτωση που ο ιδιοκτήτης χρησιμοποιεί το ακίνητο προς ιδιοκατοίκηση, το ενοίκιο αντιπροσωπεύει το ευκαιριακό κόστος

της ιδιοκατοίκησης. Έτσι, όπως η τιμή ενός ομολόγου υπολογίζεται αν προεξοφλήσουμε τις μελλοντικές πληρωμές των κουπονιών του, έτσι και η τιμή ενός ακινήτου θα πρέπει να αντανakλά την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ενοικίων. Τα μελλοντικά επιτόκια, επομένως είναι οι συντελεστές προεξόφλησης των μελλοντικών πληρωμών, δηλαδή των ενοικίων. Κατά συνέπεια οι τιμές των ακινήτων αυξάνονται όταν η αγορά προεξοφλεί μία αύξηση των ενοικίων ή μία μείωση των επιτοκίων ή και τα δύο. Όμως, η αύξηση των τιμών των ακινήτων κατά την τελευταία 10-ετία δεν εξηγείται από την αύξηση των ενοικίων και τούτο διότι αυτά αυξήθηκαν κατά 75% την περίοδο 1994-2005, αντίστοιχα δηλαδή με την αύξηση του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Επομένως, τα ενοίκια παρέμειναν σταθερά τα τελευταία δέκα χρόνια (βλ. διάγραμμα )Μάλιστα, 'ο λόγος τιμής προς ενοίκια (το λεγόμενο P/E της αγοράς) αυξήθηκε έως το 2002 κατά 61% και παρέμεινε σταθερός στη συνέχεια. Η αύξηση του P/E αντανakλά την πτωτική πορεία των πραγματικών επιτοκίων στη διαδικασία σύγκλισης με την ΟΝΕ' και ' τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν από 11% το 1994 σε 1% το 2005. Το P/E της αγοράς ακινήτων ακολούθησε την πορεία των πραγματικών επιτοκίων. Συγκεκριμένα, για κάθε ποσοστιαία μονάδα μείωσης του πραγματικού επιτοκίου το P/E αυξήθηκε κατά 6%. Η συνολική μείωση του πραγματικού επιτοκίου κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες φαίνεται να δικαιολογεί πλήρως τη συνολική αύξηση του P/E της αγοράς ακινήτων κατά 61%. Επομένως, η μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε μία σημαντική αύξηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ενοικίων'. Σύμφωνα με την ανάλυση, λοιπόν, 'η αύξηση των τιμών αντανakλά το γεγονός ότι η αγορά ήταν υποτιμημένη για μεγάλο διάστημα και δεν είναι αποτέλεσμα μιας κερδοσκοπικής φούσκας'. Στο διάγραμμα 5 φαίνεται η αύξηση μεταβολής της δαπάνης για ενοίκια, των τιμών των κατοικιών και του κόστους κατασκευής νέων κατοικιών.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Αύξηση δαπάνης ενοικίων, τιμών κατοικιών και κόστους κατασκευής νέων κατοικιών**



Όσον αφορά στην εξέλιξη των τιμών των ακινήτων στο προσεχές μέλλον και τους κινδύνους που υφίστανται γι' αυτήν, σύμφωνα με τη μελέτη του καθηγητή, υποστηρίζεται ότι βάσει του υποδείγματος που χρησιμοποιήθηκε για ν' αποδειχτεί ότι η αύξηση των τιμών των ακινήτων δεν είναι απότοκο κερδοσκοπικής φούσκας, το αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων στην ελληνική οικονομία θα ήταν η μείωση των τιμών. Όμως 'ο κίνδυνος μιας απότομης και σημαντικής διόρθωσης είναι περιορισμένος'. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα δεν αντανακλούν μία κερδοσκοπική φούσκα, 'η συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ εγγυάται χαμηλά πραγματικά επιτόκια και κατά συνέπεια ο κίνδυνος μιας απότομης διόρθωσης στην αγορά είναι περιορισμένος', 'η πρόθεση πώλησης ακινήτων εκ μέρους των νοικοκυριών ως επενδυτική κίνηση είναι ιδιαίτερα χαμηλή, καθώς η κατοικία είναι για τα περισσότερα νοικοκυριά το κύριο περιουσιακό τους στοιχείο'. Τέλος, σύμφωνα με τη μελέτη σημαντική επίδραση στον καθορισμό των τιμών θα έχει και η εξέλιξη των ενοικίων, αφού όπως προαναφέρθηκε μία αύξηση του ρυθμού μεταβολής των ενοικίων κατά μία ποσοστιαία μονάδα εξουδετερώνει ακριβώς την αρνητική επίδραση μιας αύξησης στις τιμές των ακινήτων. Κατά συνέπεια με τα ενοίκια σε ανοδική τροχιά, οι επιπτώσεις μιας αύξησης των επιτοκίων στις τιμές των ακινήτων θα είναι περιορισμένες.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

## **1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

Η αγορά ακινήτων αποτελούσε στο παρελθόν κι εξακολουθεί να αποτελεί μία ιδιαίτερα σημαντική επενδυτική επιλογή. Εδώ και αρκετά χρόνια έχει αποκτήσει στο εξωτερικό, ξεκινώντας από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής κι ένα χρηματοοικονομικό χαρακτήρα. Πιο συγκεκριμένα οι αποταμιευτές έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν στην αγορά ακινήτων μέσω νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως είναι οι Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας, τα λεγόμενα Real Estate Investment Trusts (REITs), καθώς και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις στα Αμοιβαία Κεφάλαια Ακινήτων.

Οι Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ) είναι ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες έχουν σαν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ακινήτων είναι ομάδες περιουσίας, που σχηματίζονται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα.

Στην Ελλάδα, η ανοδική πορεία της αγοράς ακινήτων έχει προκαλέσει την προσοχή ιδιωτών, ταμείων, ασφαλιστικών φορέων που θέλουν να τοποθετήσουν τις αποταμιεύσεις τους σε επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις και χαμηλό οικονομικό κίνδυνο, στοιχεία που ικανοποιούν οι επενδύσεις σε REITs και private equity real estate funds. Δεδομένης αυτής της κατάστασης που επικρατεί στην ελληνική αγορά του real estate έχουν αρχίσει να αναπτύσσονται με ταχείς ρυθμούς οι Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (βλ. Eurobank Properties, Πειραιώς Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία) με των οποίων την ανάλυση θα ασχοληθούμε παρακάτω.

## **2. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ (ΕΕΑΠ ή REITs)**

Οι ΕΕΑΠ είναι ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν ένα χαρτοφυλάκιο με ιδιότητα ακίνητα. Οι εταιρείες αυτές ιδρύονται με σκοπό την αγορά, ανάπτυξη, πώληση και γενικότερα τη διαχείριση ακινήτων. Οι εν λόγω εταιρείες εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας στην οποία εδρεύουν κι έτσι παρέχουν τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους στις εταιρείες αυτές αγοράζοντας μετοχές τους. Έτσι τους δίνεται η δυνατότητα να συμμετέχουν σε ένα χαρτοφυλάκιο ακινήτων, στο οποίο γίνεται επαγγελματική διαχείριση. Παράλληλα, οι επενδυτές, οι οποίοι διαθέτουν μικρά κεφάλαια, τα οποία είναι ανεπαρκή για την απευθείας επένδυση στην αγορά ακίνητης περιουσίας μπορούν μέσω των ΕΕΑΠ να συμμετέχουν κατά ένα μέρος-ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρεία που πηγάζει από τον αριθμό των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους-όχι μόνο σ' ένα, αλλά σε περισσότερα ακίνητα, τα οποία μάλιστα έχουν εξασφαλισμένα μισθώματα.



Οι ΕΕΑΠ έχουν κερδίσει την αποδοχή τόσο του επιχειρηματικού κόσμου, όσο και των ιδιωτών επενδυτών. Γι' αυτό το λόγο το κομμάτι της βιομηχανίας του real estate έχει αυξηθεί ιδιαίτερα σημαντικά και μάλιστα υπάρχουν πάνω από 200 εταιρείες, οι οποίες διαπραγματεύονται δημόσια στο δείκτη NAREIT COMPOSITE και με κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη των 300 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

### 3. ΙΣΤΟΡΙΑ ΚΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ REITs

Οι Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία έχουν την αφετηρία τους στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Πιο συγκεκριμένα τη δεκαετία του '60 το αμερικανικό Κογκρέσο ενέκρινε την προώθηση των REITs σαν ένα μέσο, το οποίο θα έδινε τη δυνατότητα στους ιδιώτες και στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις τους στις εταιρείες αυτές και μ' αυτόν τον τρόπο να αποκτήσουν συμμετοχή σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας και πρόσβαση στα εισοδήματα που δημιουργούνταν από αυτά. Ουσιαστικά, εκτός από την παροχή της δυνατότητας συμμετοχής των μικροεπενδυτών σε μεγάλα, επαγγελματικά διαχειριζόμενα προγράμματα real estate κύριος σκοπός του εγχειρήματος ήταν η εξασφάλιση μεγάλης ρευστότητας, που είναι κάτι που λείπει σε σημαντικό βαθμό από τις επενδύσεις σε real estate. Το εγχείρημα αυτό περιλάμβανε κι ένα σύνολο πολύπλοκων τεχνικών οδηγιών, που διαβεβαίωναν πως τα REITs ήταν η έκδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όχι σε κινητές αξίες, αλλά αντιθέτως σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία.

Βέβαια, όταν πρωτοδημιουργήθηκαν οι εν λόγω εταιρείες στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τη νομοθεσία μπορούσαν μόνο κατά ένα μέρος να κατέχουν την ακίνητη περιουσία, ενώ παράλληλα έπρεπε να υπάρχουν και τρίτες εταιρείες, οι οποίες ήταν υπεύθυνες για τη διαχείριση των κεφαλαίων, αλλά και την όλη διαδικασία του εγχειρήματος. Η διάκριση αυτή ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας, την οποία θα έπρεπε να αναλάβει άλλη εταιρεία ήταν αρνητικό στοιχείο και γι' αυτό το λόγο η ιδέα αυτή δε βρήκε μεγάλη ανταπόκριση από το κοινό.

Πάντως, υπήρχαν άλλα πλεονεκτήματα, τα οποία έδωσε το αμερικανικό Κογκρέσο στις εταιρείες αυτές με κυριότερο εξ' αυτών την εξαίρεσή τους από την καταβολή φόρου εισοδήματος αν και μόνο αν οι ΕΕΑΠ κατέβαλαν το 95% από τα καθαρά τους έσοδα σε μερίσματα στους μετόχους τους. Ο δε αριθμός των μετόχων θα έπρεπε να υπερβαίνει τους εκατό σε σύνολο, οι πέντε μεγαλύτεροι εκ των οποίων συνολικά δε θα έπρεπε να συγκεντρώνουν πάνω από το 50% των μετοχών. Παράλληλα, για να προσελκύσουν το κοινό στην αγορά μετοχών REITs παραχωρήθηκαν και άλλα φορολογικά κίνητρα στις εταιρείες, για τα οποία φυσικά υπήρχαν και οι ανάλογες απαιτήσεις στη συμπεριφορά των ΕΕΑΠ. Τα μέτρα ήταν πολύ αυστηρά σε περίπτωση μη συμμόρφωσης των εταιρειών στις απαιτήσεις και αν κάποιος REIT δεν ακολουθούσε τις οδηγίες, τότε δεν του επιτρεπόταν καμία φορολογική ελάφρυνση. Πάντως, πριν το 1970 υπήρχαν ελάχιστα REITs, το δε σύνολο του ενεργητικού τους δεν υπερέβαινε το ένα δισεκατομμύριο δολάρια.

Τη δεκαετία του '70 έγινε ακόμη πιο αισθητή η παρουσία των REITs στις κεφαλαιαγορές. Τα περισσότερα REITs της δεκαετίας αυτής ήταν τα λεγόμενα mortgage REITs, που θα αναλύσουμε στη συνέχεια. Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε πως τα mortgage REITs ήταν τότε ευκαιριακά, και πολλές εμπορικές τράπεζες αποκλείστηκαν από το δικαίωμα διαχείρισης των REITs, καθότι θεωρήθηκε από διάφορους ελέγχους που έγιναν, πως η διαχείριση των κεφαλαίων από την πλευρά τους ήταν λανθασμένη, αντιδεολογική και εις βάρος των μετόχων-επενδυτών.

Παρόλο που συντελέστηκαν πολλές προσπάθειες για την προώθηση και την ανάπτυξη των mortgage REITs τη δεκαετία αυτή το τελικό αποτέλεσμα ήταν η κατάρρευσή τους, οι δε λανθασμένες επιλογές στη διαχείριση αυτών τα οδήγησαν στο να τα αποκαλούν ως 'αποδιοπομπαίους τράγους' των επενδυτικών χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Σε αντίθεση με τα προγενέστερα REITs τα σημερινά REITs έχουν αποκτήσει πολύ μεγάλες διαστάσεις κι έχουν γνωρίσει πολύ μεγάλη ανάπτυξη και απήχηση από το επενδυτικό κοινό. Τούτο φυσικά οφείλεται σε μεγάλο βαθμό και στις θετικές οικονομικές συγκυρίες που επικρατούσαν στις αρχές του '90. Πιο συγκεκριμένα οι άσχημες συνθήκες στην αγορά του real estate είχαν ξεπεραστεί και πολλοί βετεράνοι από το χώρο έκριναν ότι ήταν η κατάλληλη στιγμή γι' αυτούς να ξαναμπούν στα πράγματα. Θεώρησαν ότι οι τιμές των ακινήτων είχαν φτάσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα και λόγω των οικονομικών συνθηκών πίστευαν ότι είχε έρθει η ώρα να ανακάμψουν και κατά συνέπεια η επένδυση σε αυτά θα ήταν άκρως επικερδής. Βέβαια, για την επίτευξη του παραπάνω ήταν απαραίτητα η ύπαρξη κεφαλαίων και ρευστότητας και γι' αυτό το λόγο κρίθηκε ότι ήταν απαραίτητη η συμμετοχή των REITs στο παραπάνω εγχείρημα, που προσέφεραν σημαντική ευελιξία και προοπτικές ανόδου. Οι επενδυτές, τότε, χαρακτήρισαν τα REITs σαν ένα πολύ σημαντικό επενδυτικό εργαλείο, το οποίο θα τους επέτρεπε όχι μόνο να κερδίσουν από αυτό, αλλά παράλληλα θα τους βοηθούσε να διατηρήσουν τη ρευστότητά τους και τούτο διότι στις αρχές του '90 τα REITs είχαν αρχίσει να γίνονται μία ιδιαίτερα αποτελεσματική αγορά, η δε διαδικασία συναλλαγής τους πολύ εύκολη και η αποτίμησή τους γινόταν καθημερινά από το Χρηματιστήριο. Οι εν λόγω εταιρείες, επίσης ήταν υποχρεωμένες να διανείμουν τα κέρδη τους ως μερίσματα, προκειμένου να επιτύχουν τις πολυπόθητες φορολογικές ελαφρύνσεις. Γι' αυτό το λόγο η απόδοση που είχαν οι επενδυτές από τα μερίσματα ήταν σταθερή και αναμενόμενη από αυτούς. Λόγω αυτής της σταθερότητας και κανονικότητας που διέκρινε τις πληρωμές των REITs, το γεγονός αυτό τους έδωσε ένα χαρακτήρα ομολόγου κι έγιναν ιδιαίτερα ελκυστικά στους επενδυτές εκείνους που αναζητούσαν μία κανονική και σταθερή ταμειακή εισροή χρημάτων από την επένδυσή τους. Η σημαντική αυτή ανάπτυξη των REITs τα έχει καταστήσει σήμερα απαραίτητα για κάθε χαρτοφυλάκιο, ειδικά στις ΗΠΑ και την Αυστραλία, όπου αυτά συναντούν σήμερα πολύ μεγάλη εξάπλωση. Μάλιστα οι ΕΕΑΠ σήμερα στο εξωτερικό δεν επενδύουν μόνο σε κατοικίες, επαγγελματική στέγη, εμπορικά κέντρα και βιομηχανικά ακίνητα, αλλά επιπλέον έχουν εισχωρήσει και στο χώρο της υγείας επενδύοντας σε νοσοκομεία, κλινικές και άλλα τέτοιου είδους ακίνητα, αλλά και στον χώρο του τουρισμού επενδύοντας σε ξενοδοχεία.

#### 4. ΤΑ REITs ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΠΡΟΫΠΟΘΕΤΕΙ Η ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΓΙ ΑΥΤΑ

Λόγω της ιδιαίτερης σχέσης που έχει ο Έλληνας με την ακίνητη περιουσία και η άποψη ότι τα REITs είναι ένα σημαντικό εργαλείο που ταιριάζει σε σημαντικό βαθμό στο ελληνικό επενδυτικό προφίλ ψηφίστηκε το 1999 το νομοσχέδιο από τη Βουλή, το οποίο έδωσε το πράσινο φως στη δημιουργία των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία.

Θα αναφέρουμε παρακάτω βασικές διατάξεις του Νόμου 2778/1999/Α-295 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας-Εταιρείες Επενδύσεων.

Σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 21, κεφάλαιο Β 'η Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας'.

Βάσει της 2<sup>ης</sup> παραγράφου του ίδιου άρθρου, 'το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας έχει ελάχιστο ύψος δέκα δισεκατομμυρίων (10.000.000) δραχμών, που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Το ύψος του ποσού αυτού μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας συγκροτείται από εισφορές μετρητών, κινητών αξιών και ακινήτων, καθώς και άλλων κινητών ή ακινήτων, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας'.

Όσον αφορά στις επενδύσεις της εταιρείας, στην 1<sup>η</sup> παράγραφο του άρθρου 22 του νόμου λέγεται ότι:

'Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται μόνο:

- α) Σε ποσοστό τουλάχιστον εβδομήντα τοις εκατό (70%) σε ακίνητη περιουσία.
- β) Σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία, καθώς και σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και πιστωτικούς τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας. Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες δεν είναι δυνατόν να υπερβούν το δέκα τοις εκατό (10%) των διαθεσίμων.
- γ) Σε άλλα κινητά πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία, μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρεία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το δέκα τοις εκατό (10%) αυτών κατά την απόκτησή τους.

Η εταιρεία δεν πρέπει να επενδύει σε πολύτιμα μέταλλα ή πολύτιμους λίθους'.

Παράλληλα, το είδος της ακίνητης περιουσίας, που μπορούν να επενδύσουν οι ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας φαίνεται στη 2<sup>η</sup> παράγραφο του άρθρου 22 του εν λόγω νόμου, σύμφωνα με την οποία

Ός ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύει η εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, νοούνται τα ακίνητα που ευρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος-μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος, αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία υπέρ της εταιρείας και:

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

β) Είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή (εργασίες συντήρησης ή αναπαλαίωσης ή μεταβολής χρήσης) και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς που αναγράφονται ανωτέρω στην περίπτωση α', στο άμεσο μέλλον, σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, ειδικά προς αυτόν το σκοπό και που κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και επιπλέον η αποπεράτωση ή επισκευή τους είναι δυνατόν να ολοκληρωθεί εντός εύλογου, ανάλογα με τις περιστάσεις χρόνου και τα έξοδα αποπεράτωσης ή επισκευής δεν υπερβαίνουν στο σύνολό τους, ποσοστό εικοσιπέντε τοις εκατό (25%) επί της συνολικής αξίας του ακινήτου, όπως θα υφίσταται μετά την αποπεράτωση ή επισκευή ή

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

Όσον αφορά στην εκτίμηση των της ακίνητης περιουσίας, στην οποία δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα, σύμφωνα με την 8<sup>η</sup> παράγραφο του άρθρου 22 του νόμου 'Η επένδυση των διαθεσίμων της εταιρείας σε ακίνητο ή δικαίωμα επί ακινήτου προϋποθέτει προηγούμενη εκτίμηση της αξίας του από τον εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών. Ο εκτιμητής διενεργεί εκτίμηση της αξίας του ακινήτου πριν την απόκτησή του από την εταιρεία. Η εκτίμηση θα λαμβάνει υπόψη κάθε γεγονός το οποίο μέχρι την ημερομηνία ένταξης του ακινήτου στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας επενδύσεων μπορεί να επηρεάσει την αξία του συγκεκριμένου ακινήτου. Η εκτίμηση αυτή είναι δεσμευτική. Επιτρέπεται το τμήμα που θα καταβληθεί από την εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία για την απόκτηση του ακινήτου ή του δικαιώματος επί του ακινήτου να είναι χαμηλότερο από την αξία του ακινήτου, όπως αυτή θα έχει προσδιοριστεί από τον εκτιμητή'.

Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο είναι και η υποχρέωση από την πλευρά των εταιρειών επενδύσεων για ασφάλιση της ακίνητης περιουσίας τους, σύμφωνα με την 11<sup>η</sup> παράγραφο του ίδιου άρθρου, γεγονός που αυξάνει την αξιοπιστία των συγκεκριμένων εταιρειών.

Σε ό,τι έχει να κάνει με την εισαγωγή των μετοχών της ΕΕΑΠ σε οργανωμένη αγορά, βάσει της 1<sup>ης</sup> παραγράφου του άρθρου 23 'Η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε άλλη οργανωμένη αγορά εντός ενός (1)

έτους από τη σύστασή της'. Μάλιστα σύμφωνα με τη 2<sup>η</sup> παράγραφο του ίδιου άρθρου ' Εάν η εταιρεία εντός ενός (1) έτους από τη σύστασή της δεν έχει υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε άλλη οργανωμένη αγορά, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί υποχρεωτικά την άδεια λειτουργίας της και η εταιρεία τίθεται υπό εκκαθάριση'.

Δεδομένου ότι οι επενδύσεις των εν λόγω εταιρειών είναι μεγάλης αξίας, για τη μεγαλύτερη διασφάλιση του επενδυτικού κοινού ο νόμος με το άρθρο 24 ορίζει την υποχρέωση ύπαρξης Θεματοφύλακα για κάθε εταιρεία. Πιο συγκεκριμένα όλες οι επενδύσεις της εταιρείας εξαιρουμένων αυτών που αποτελούν την ακίνητη περιουσία της πρέπει να κατατίθενται για φύλαξη σε ένα πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο θα βρίσκεται και θα λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, το οποίο θα ευθύνεται απέναντι στην εταιρεία και τους μετόχους της για οποιοδήποτε πταίσμα ή ατασθαλία.

Ένα ακόμη σημαντικό γεγονός που προσδίδει μεγάλη διαφάνεια και κατά συνέπεια αξιοπιστία στις εν λόγω εταιρείες είναι το ότι θα πρέπει, σύμφωνα με το άρθρο 24 του ίδιου νόμου να δημοσιεύουν στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση των επενδύσεων των διαθεσίμων τους. Στην κατάσταση αυτή θα δίνεται αναλυτική περιγραφή κάθε ακινήτου, το σκοπό για τον οποίο πρόκειται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική, εφόσον έχει οριστεί αυτή, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο μπορεί να είναι χρήσιμο για την επαρκή αξιολόγηση των επενδύσεων της εταιρείας. Η διαφάνεια των στοιχείων της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων γίνεται ακόμη μεγαλύτερη από το γεγονός ότι η βασίζεται σε έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών κι ελέγχεται από ορκωτό ελεγκτή.

Από το νόμο ορίζεται με το άρθρο 26 ότι δίνεται η δυνατότητα στις ΕΕΑΠ για λήψη δανείων, πιστώσεων αλλά κι εγγυήσεων. Σύμφωνα με την 1<sup>η</sup> παράγραφο του εν λόγω άρθρου ' Επιτρέπεται η σύναψη δανείων από την εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και η παροχή πιστώσεων σε αυτή για ποσά, τα οποία στο σύνολό τους, δε θα υπερβαίνουν το 1/4 των επενδύσεων της εταιρείας σε ακίνητη περιουσία. Τα δάνεια αυτά συνάπτονται και οι πιστώσεις παρέχονται από πιστωτικό ίδρυμα. Τα δάνεια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν και οι πιστώσεις να δοθούν μόνο για την αξιοποίηση ακινήτων στα οποία έχουν επενδυθεί τα διαθέσιμα της εταιρείας'. Βέβαια, σύμφωνα με την 2<sup>η</sup> παράγραφο του ίδιου άρθρου προκειμένου να εξασφαλίζονται τα δάνεια και οι πιστώσεις που προβαίνει η εταιρεία πρέπει να συνιστώνται βάρη επί του ακινήτου που αποκτά η εταιρεία'.

Όσον αφορά στη διανομή των κερδών βάσει του άρθρου 27 'η εταιρεία υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το 35% των ετήσιων καθαρών κερδών της'.

Ιδιαίτερα σημαντικές είναι και οι φορολογικές ελαφρύνσεις που δίνονται στις εν λόγω εταιρείες και φαίνονται στο άρθρο 31 του εν λόγω νόμου. Πιο συγκεκριμένα 'οι εκδιδόμενες από εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία μετοχές, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων από αυτήν, απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών

προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικό τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς την εταιρεία επενδύσεων απαλλάσσονται κατά ποσοστό 20% από του εκάστοτε ισχύοντος φόρου μεταβίβασης ακινήτων'. Μάλιστα, σύμφωνα με την 4<sup>η</sup> παράγραφο του ίδιου άρθρου 'οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαλλάσσονται από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων σε περίπτωση που σχηματισθούν μετά από:

α) συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών, οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία ή

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

Εκτός από τα παραπάνω για τα ακίνητα, τα οποία συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό της εταιρείας και δεν ιδιοχρησιμοποιούνται δεν καταβάλλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας.

Τέλος, άλλο φορολογικό πλεονέκτημα είναι το γεγονός ότι η μεταβίβαση μετοχών των εν λόγω εταιρειών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαλλάσσεται από τη φορολογία.

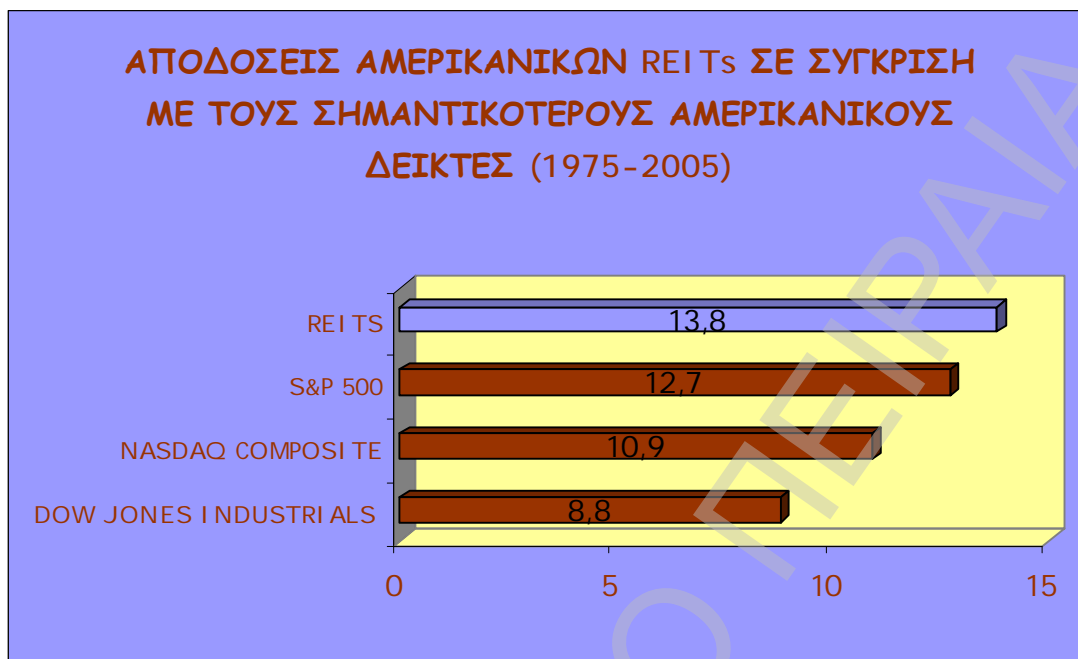
## **5. ΒΑΣΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΦΕΡΑΝ ΤΑ REITs ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ**

- Τα REITs εξασφαλίζουν μεγάλη διαφάνεια στην αγορά ακινήτων, καθώς σε κάθε χρονική στιγμή η τιμή της μετοχής τους, εφόσον οι συναλλαγές τους γίνονται μέσω του Χρηματιστηρίου. Η διαφάνεια ενισχύεται και από το γεγονός ότι δεν υπεισέρχεται αβεβαιότητα των εκτιμήσεων των ακινήτων, εφόσον όπως προαναφέραμε αφενός η επένδυση των διαθέσιμων της εταιρείας σε ακίνητο ή σε δικαίωμα επί ακινήτου προϋποθέτει προηγούμενη εκτίμηση της αξίας του από τον εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, αφετέρου η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να υποβάλλει εξαμηνιαία κατάσταση των επενδύσεών της, όπου θα φαίνεται αναλυτικά η περιγραφή του κάθε ακινήτου, η εμπορική του αξία σε σχέση με την αντικειμενική, ο σκοπός για τον οποίο πρόκειται να χρησιμοποιηθεί, στοιχεία που δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να αξιολογήσει τις επενδύσεις της εν λόγω εταιρείας και να έχουν σαφή εικόνα για τα χαρακτηριστικά της επένδυσης στην οποία θα προβεί.
- Παρέχεται η δυνατότητα σε κάθε επενδυτή, είτε μικρό είτε μεγάλο αγοράζοντας μετοχές των εν λόγω εταιρειών να τυγχάνει αποτελεσματικής διαχείρισης. Και τούτο διότι οι ΕΕΑΠ στελεχώνονται από ειδικευμένα άτομα, με τεχνογνωσία και αξιολογητή πείρα. Παράλληλα τα στελέχη αυτά στις περισσότερες περιπτώσεις αντιπροσωπεύουν νομικά πρόσωπα-διαχειριστές που κατέχουν σημαντικό ποσοστό στις

ΕΕΑΠ και λογικό είναι τα συμφέροντα των επενδυτών να συμπίπτουν σε μεγάλο βαθμό με τα δικά τους.

- Τα REITs διανέμουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους ως μερίσματα στους μετόχους τους. Πιο συγκεκριμένα στις ΗΠΑ διανέμουν το 90-95% των κερδών τους, προκειμένου να έχουν μεγάλες φορολογικές ελαφρύνσεις. Το γεγονός αυτό καθιστά τα REITs ιδιαίτερα ελκυστικά καθότι εκτός από την υπεραξία της μετοχής που μπορεί να κερδίσει ένας επενδυτής σε περίπτωση ανοδικής της πορείας, η μερισματική απόδοση που επιτυγχάνεται κυμαίνεται στο 7-10%. Η πολιτική αυτή των ισχυρών μερισμάτων λειτουργεί σαν ένα 'μαξιλάρι' για τον επενδυτή σε περίπτωση που η αγορά κινείται πτωτικά.
- Είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές για τους θεσμικούς επενδυτές, ενώ παράλληλα προσελκύουν και το ενδιαφέρον μικροεπενδυτών, οι οποίοι επιζητούν να επενδύσουν σε εμπορική στέγη ή άλλη μορφή ακίνητης ιδιοκτησίας και δεν έχουν τη δυνατότητα. Αγοράζοντας, όμως, μετοχές των REITs ουσιαστικά συμμετέχουν στην κατοχή όχι μόνο ενός αλλά και περισσότερων ακινήτων πιθανώς διαφορετικού χαρακτήρα ή εμπορικού σκοπού.
- Η ανάπτυξη των REITs είχε σαν απότοκο τον περιορισμό της διακύμανσης στην καθ' εαυτού αγορά ακινήτων, ενώ βοήθησε ιδιαίτερα τον κατασκευαστικό κλάδο δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες για επιχειρήσεις και ασφαλιστικούς φορείς. Παράλληλα, αύξησε έτσι και τα φορολογικά έσοδα των δημοσιονομικών αρχών.
- Κύριο χαρακτηριστικό των REITs είναι και η μεγάλη διασπορά του κινδύνου. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι τα ακίνητα είναι όλων των ειδών, όπως κατοικίες, επαγγελματική στέγη, εμπορικά κέντρα, πολυκαταστήματα πώλησης λιανικών προϊόντων, ξενοδοχεία, νοσοκομεία, αλλά και σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές. Σημειώνεται, δε, ότι μόνο το 25% της συνολικής αξίας του χαρτοφυλακίου μπορεί να επενδυθεί σε ένα μόνο ακίνητο.
- Η παρουσία των REITs, η οποία είναι περισσότερο αισθητή στις ΗΠΑ και την Αυστραλία σημειώνει αποδόσεις, οι οποίες ξεπερνούν εκείνες των 10-ετών κρατικών ομολόγων. Βέβαια, είναι γεγονός πως οι υψηλότερες αποδόσεις, οι οποίες επιτυγχάνονται θα πρέπει να συγκριθούν με τον υψηλότερο κίνδυνο που φυσικά διακατέχουν οι επενδυτές. Στο διάγραμμα 6 βλέπουμε τη μέση απόδοση των αμερικανικών REITs κατά την εικοσαετία 1975-2005 η οποία, όπως παρατηρούμε είναι αρκετά μεγαλύτερη από τη μέση απόδοση σημαντικών αμερικανικών δεικτών αναφοράς (benchmarks):

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: Απόδοση REITs και σημαντικότερων αμερικανικών δεικτών για την περίοδο 1975-2005



- Στις ξένες αγορές και ειδικά στις ΗΠΑ και την Αυστραλία η συμμετοχή των REITs σε κάθε χαρτοφυλάκιο κινητών και ακίνητων αξιών κρίνεται απαραίτητη. Πιο συγκεκριμένα με την τοποθέτηση μετοχών REITs στα χαρτοφυλάκιά του, οι επενδυτές επιτυγχάνουν τα σημαντικά οφέλη της διαφοροποίησης. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχει πολύ χαμηλή συσχέτιση των REITs με άλλες επενδυτικές επιλογές, όπως είναι πολλές μετοχές και τα ομόλογα. Λόγω της χαμηλής συσχέτισης πολλοί αναλυτές στις ΗΠΑ υποστηρίζουν ότι η διακράτηση σε ποσοστό τουλάχιστον 5% REITs στο συνολικό χαρτοφυλάκιο, ειδικά σε καιρούς και συνθήκες αβεβαιότητας επιφέρει σημαντική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο. Μάλιστα είναι σημαντικό ν' αναφέρουμε πως το 2001 η Standard & Poors αναγνώρισε τη σημαντική ανάπτυξη και μεγέθυνση των REITs, με αποτέλεσμα να τη χαρακτηρίσει ως μία ιδιαίτερα σημαντική επένδυση και γι' αυτό υπολόγισε τις εταιρείες αυτές σε στοιχειώδεις δείκτες μεταξύ αυτών και τον S&P 500. Στον πίνακα 3 βλέπουμε τα αμερικανικά REITs και τις ημερομηνίες εισαγωγής τους στους δείκτες S&P :

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Αμερικανικά REITs που συμμετέχουν στο δείκτη S&P 500

REIT

ΤΙΤΛΟΣ ΗΜ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ



## S&P 500 Index

Boston Properties	BXP	31/3/2006
Equity Office Properties Trust	EOP	1/10/2002
Equity Residential	EQR	1/11/2001
Kimco Realty Corporation	KIM	3/4/2006
Plum Creek Timber, Inc.	PCL	16/1/2002
ProLogis	PLD	16/7/2003
Public Storage, Inc.	PSA	18/8/2005

## S&P 400 Mid Cap Index

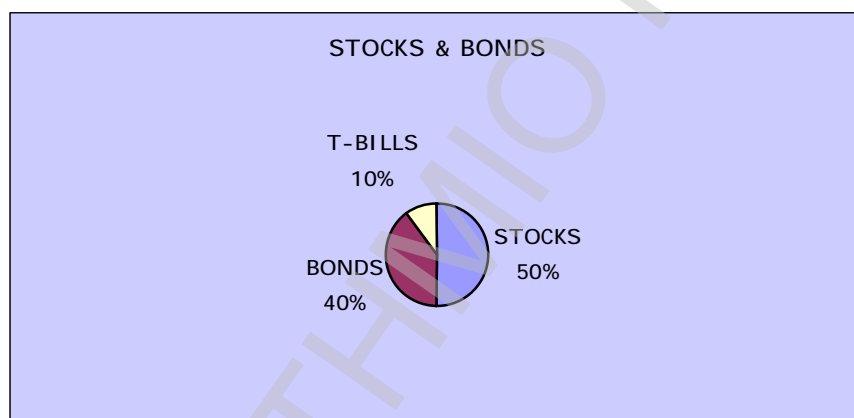
AMB Property Corporation	AMB	27/1/2003
Developers Diversified Realty Corp.	DDR	30/9/2004
Highwoods Properties, Inc.	HIW	7/10/2003
Hospitality Properties Trust	HPT	1/10/2001
Liberty Property Trust	LRY	12/11/2002
The Macerich Company	MAC	1/7/2005
Mack-Cali Realty Corporation	CLI	19/3/2003
New Plan	NXL	1/10/2001
Rayonier	RYN	
Regency Centers	REG	25/4/2005
United Dominion Realty Trust	UDR	27/1/2003
Weingarten Realty Investors	WRI	10/11/2004

## S&P 600 Small Cap Index

Acadia Realty Trust	AKR	25/5/2005
Colonial Properties Trust	CLP	1/10/2001
EastGroup Properties, Inc.	EGP	27/5/2005
Entertainment Properties Trust	EPR	3/6/2004
Essex Property Trust	ESS	24/4/2002
Gables Residential Trust	GBP	6/2/2003
Glenborough Realty Trust	GLB	4/7/2002
Kilroy Realty Corporation	KRC	1/10/2001
Lexington Corporate Properties Trust	LXP	4/9/2003
LTC Properties, Inc.	LTC	14/2/2006
Mid-America Apartment Communities, Inc.	MAA	22/8/2006
New Century Financial Corporation	NEW	
Parkway Properties	PKY	29/10/2004
PS Business Parks, Inc.	PSB	27/7/2006
Senior Housing Properties Trust	SNH	22/8/2006
Sovran Self Storage	SSS	8/7/2004

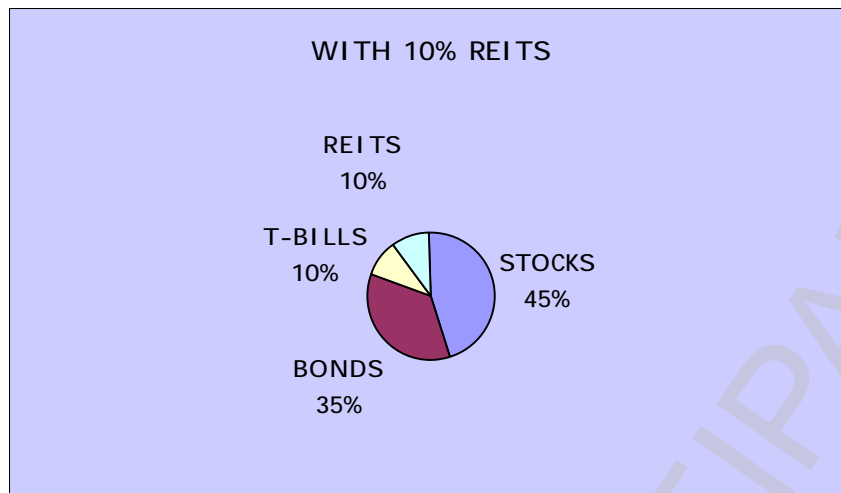
Το στοιχείο της διαφοροποίησης που προκύπτει από τη χαμηλή συσχέτιση των REITs με τις υπόλοιπες μορφές επενδύσεων αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα και γι' αυτό το λόγο, όπως φαίνεται διαγράμματα 7, 8 και 9 η τοποθέτηση REITs στα χαρτοφυλάκια οδηγεί σε μείωση του κινδύνου κι επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων: (Οι μετοχές ανήκουν στον αμερικανικό δείκτη S&P 500, ως αντιπροσωπευτικού δείκτη της αμερικανικής αγοράς, τα ομόλογα είναι τα εικοσαετή του αμερικανικού δημοσίου, και τα T-bills τα αμερικανικά treasury bills 30 ημερών. Παράλληλα, τα αποτελέσματα έχουν προκύψει κατά την περίοδο 1974-2004, πηγή: Ibbotson Associates, investinreits.com)

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: Χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει μόνο μετοχές και ομόλογα**



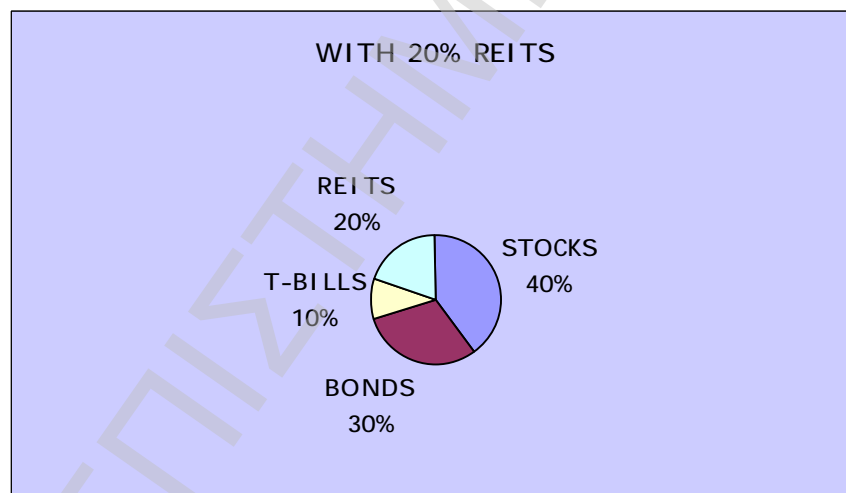
ΑΠΟΔΟΣΗ	10,90%
ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	10,60%
SHARPE	0,44

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: Χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει μετοχές ομόλογων και 10% REITs**



ΑΠΟΔΟΣΗ	11,20%
ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	10,30%
	0,49

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9: Χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει μετοχές ομόλογα και 20% REITs.**



ΑΠΟΔΟΣΗ	11,60%
ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	10,10%
	0,53

- Τα ακίνητα που είναι στην κατοχή των ΕΕΑΠ συνήθως είναι εμπορικής χρήσης και με υφιστάμενους μισθωτές από τους οποίους οι εταιρείες έχουν σημαντικά έσοδα. Τα δε συμβόλαια που έχουν υπογραφεί μεταξύ ιδιοκτήτριων εταιρειών και ενοικιαστών συνήθως έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, γεγονός που προσδίδει ένα ακόμη στοιχείο σταθερότητας

και κανονικότητας στις απολαβές των επενδυτών, αφού ουσιαστικά τα μερίσματα που εισπράττουν προέρχονται από τα έσοδα που πραγματοποιούν οι ΕΕΑΠ από τα ενοίκια.

- Η κατοχή των REITs στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών αντιπροσωπεύει μία πολύ καλή προστασία ενάντια στον πληθωρισμό. Αυτό εξηγείται ως εξής: η άνοδος του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή αποτυπώνεται και πάνω στο ύψος των ενοικίων. Όμως, όπως προαναφέραμε τα έσοδα των ΕΕΑΠ προέρχονται από τα ενοίκια που λαμβάνουν από τα ακίνητά τους. Κατά συνέπεια μια αύξηση των ενοικίων έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των εσόδων των επιχειρήσεων, την αύξηση του ποσού των μερισμάτων προς το επενδυτικό κοινό κι επομένως την καταπολέμηση των προβλημάτων που προκύπτουν από την άνοδο στο Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή.
- Τα REITs αποτελούν ένα καλό και ασφαλές 'καταφύγιο' σε περιπτώσεις ανόδου των επιτοκίων. Πιο συγκεκριμένα, σε περιπτώσεις ανόδου των επιτοκίων τα στεγαστικά δάνεια καθίστανται πιο ακριβά, παράγοντας αρνητικός για τον υποψήφιο αγοραστή επαγγελματικής στέγης ή κατοικίας. Μην μπορώντας, λοιπόν, οι επενδυτές να προβούν σε αγορά λόγω των υψηλών επιτοκίων και της προτίμησης αναμονής για μείωση αυτών καταφεύγουν στη λύση του ενοικίου. Η αύξηση της ζήτησης, όμως, για ενοικιαζόμενα ακίνητα οδηγεί σε αύξηση των τιμών των ενοικίων και κατά συνέπεια σε αύξηση των εσόδων των ΕΕΑΠ κι εντέλει αποκόμισης μεγαλύτερων μερισμάτων από τους επενδυτές. Επομένως, τα REITs είναι μία πολύ καλή προστασία ενάντια στην άνοδο των επιτοκίων.
- Μία ακόμη σημαντική παράμετρος που παρέχει ο νόμος στις ΕΕΑΠ είναι η απαλοιφή της υποχρέωσης των εταιρειών ακινήτων να ενεργούν αποσβέσεις επί των ακινήτων τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το κόστος των αποσβέσεων θεωρήθηκε από τους ενδιαφερόμενους φορείς ως απαγορευτικό, καθώς θα μηδένιζε τις αποδόσεις των ακινήτων. Άλλωστε, οι εταιρείες οφείλουν οι ίδιες να επενδύουν στα ακίνητά τους, προκειμένου να διατηρείται και να επαυξάνεται η αξία τους και δεν είναι προς κανενός το συμφέρον η απαξίωσή τους.
- Σημαντικό όφελος των ΕΕΑΠ είναι το ότι αντέχουν στην πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη και τούτο είναι φυσικό, εφόσον οι τιμές των ακινήτων δύσκολα υποχωρούν.
- Λόγω του γεγονότος ότι αυτές οι εταιρείες τώρα άρχισαν να εμφανίζονται στην ελληνική αγορά, τυγχάνουν ευνοϊκότερης φορολογικής μεταχείρισης σε σύγκριση με άλλες εταιρείες προκειμένου όχι μόνο να δοθούν κίνητρα, ώστε να αυξηθεί το μέγεθος και ο αριθμός τους, αλλά

και για να προσελκύσει μεγάλο αριθμό επενδυτών στην πρόσθεση των εν λόγω μετοχών στο χαρτοφυλάκιό τους.

- Το κόστος συναλλαγών για είναι πολύ χαμηλό.

## 6. ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ REITs

Σε αντίθεση με τα πλεονεκτήματα και τα οφέλη που χαρακτηρίζουν τα REITs που είναι αρκετά τα μειονεκτήματα αυτών είναι ελάχιστα. Πιο συγκεκριμένα:

- Παρατηρείται η ύπαρξη πολλών περιορισμών στο δανεισμό για τα ελληνικά REITs, όπως για παράδειγμα η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλου ποσοστού μετρητών από τις εν λόγω εταιρείες, αλλά και πολλές ανελαστικές διαδικασίες επενδύσεων. Οι αδυναμίες-ασάφειες αυτές αντιμετωπίζονται από την πολιτεία με διάθεση βελτίωσης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την προοπτική ανάπτυξης των REITs στην Ελλάδα.
- Το να αγοράσει κανείς μετοχές των REITs δεν αποτελεί την τέλεια επένδυση, καθότι αυτού του είδους η επένδυση δεν είναι για όλους. Κάθε REIT έχει τα δικά του χαρακτηριστικά και ιδιομορφίες και το να προβεί κάποιος στην επιλογή του κατάλληλου δεν αποτελεί και την πιο εύκολη διαδικασία. Η επιτυχημένη επιλογή μετοχών REITs προϋποθέτει τη δυνατότητα κατανόησης και σωστής ερμηνείας της αγοράς του real estate από την πλευρά του επενδυτή.
- Όπως προαναφέραμε, για φορολογικούς λόγους δίνεται το δικαίωμα της διανομής μεγάλου μέρους των κερδών των εταιρειών στους μετόχους με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα τα αμερικανικά REITs που είναι υποχρεωμένα να διανείμουν τουλάχιστον το 90% των κερδών τους ως μερίσματα στους μετόχους τους. Με την τακτική αυτή, όμως, οι εταιρείες μπορούν να επανεπενδύσουν μικρό μόνο κομμάτι των κερδών της προηγούμενης χρήσης. Αυτό είναι ανασταλτικό για την ανάπτυξη των REITs, εφόσον με τον τρόπο αυτό ο ρυθμός μεγέθυνσης των REITs (το λεγόμενο growth) να είναι πολύ μικρότερος από το μέσο ρυθμό αύξησης του Γενικού Δείκτη του αντίστοιχου Χρηματιστηρίου Αξιών.
- Τα έσοδα-μερίσματα από τις μετοχές REITs, όπως είπαμε διακρίνονται από μία σταθερότητα και κανονικότητα, εφόσον προέρχονται ουσιαστικά από τα ενοίκια των ακινήτων που έχει η ΕΕΑΠ στην κατοχή της. Παρόλα αυτά, όμως η αγορά κι επένδυση σ' αυτά εξακολουθεί να ενέχει ρίσκο. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι αφενός η πληρωμή των μερισμάτων δεν είναι πλήρως εξασφαλισμένη, αφετέρου η αγορά του real estate

επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις κυκλικές διακυμάνσεις στην οικονομία. Άλλωστε, οι αρνητικές μεταβολές σε μακροοικονομικά μεγέθη, όπως είναι τα επιτόκια και ο πληθωρισμός σε συνδυασμό με τις κακές οικονομικές προοπτικές και τη δυσμενή πολιτική κατάσταση που είναι δυνατό να συμβούν σε μια χώρα μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την αγορά του real estate , με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών REITs να κινηθεί πτωτικά. Φυσικά, υπάρχει και το ενδεχόμενο σε μία χρήση να καταγραφούν ζημιές στην ΕΕΑΠ και ως αποτέλεσμα να μην πραγματοποιηθεί διανομή μερίσματος στους μετόχους-επενδυτές της εταιρείας, στοιχείο που αποδεικνύει ότι τα έσοδα από μερίσματα δεν είναι απόλυτα εξασφαλισμένα.

## 7. ΕΙΔΗ-ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ REITs

Όσον αφορά στην Ελλάδα, όπως είπαμε οι ΕΕΑΠ βρίσκονται σε πολύ πρώιμα στάδια και ουσιαστικά, όπως αναφέραμε και παραπάνω κύριο αντικείμενο επένδυσης τους είναι η ακίνητη περιουσία. Αντιθέτως, στο εξωτερικό και ειδικά στις ΗΠΑ που γνωρίζουν μεγάλη άνθηση έχουν διακριθεί σε τρεις κατηγορίες. Πιο συγκεκριμένα:

- **Equity REITs:** Τα REITs αυτής της κατηγορίας αγοράζουν, διαχειρίζονται και αναπτύσσουν ακίνητα. Παράλληλα, είναι δυνατό να έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους συγκεκριμένους τύπους ακινήτων, όπως για παράδειγμα κτίρια γραφείων, αλλά μπορεί και να διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκιά τους, διατηρώντας σε αυτά και άλλους τύπους ακινήτων, όπως για παράδειγμα εμπορικά κέντρα ή και κατοικίες. Επίσης μπορεί να συγκεντρώνουν ακίνητα, τα οποία ανήκουν στην ίδια γεωγραφική περιοχή ή και να επικεντρώνονται σε μία ειδική κατηγορία ενοίκων για τα ακίνητά τους. Πάντως ανεξάρτητα με την επιλογή των τύπων των ακινήτων που επιλέγουν τα equity REITs για αγορά στόχος τους είναι η εξασφάλιση της αύξησης της αξίας του χαρτοφυλακίου τους στο μέλλον.
- **Mortgage REITs:** Τα REITs αυτής της κατηγορίας δεν έχουν στην κατοχή τους ακίνητη περιουσία. Αντιθέτως, οι εταιρείες που ανήκουν εδώ παρέχουν δάνεια σε άλλες εταιρείες για αγορά ακινήτων. Τα έσοδα που πραγματοποιούν αυτές οι εταιρείες προέρχονται από τους τόκους που λαμβάνουν για τα δάνεια που παρεχώρησαν και τις προμήθειες έκδοσης των δανείων αυτών. Το 2004 το 49% των REITs στις ΗΠΑ ανήκε σ' αυτήν την κατηγορία.
- **Hybrid REITs:** Τα REITs αυτής της κατηγορίας συνδυάζουν τα στοιχεία των mortgage και hybrid REITs.

## 8. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Η ανάγκη αποτίμησης των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και ιδιαίτερα εκείνων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο είναι απαραίτητη, προκειμένου να διαπιστωθεί η ποιότητα των χαρτοφυλακίων των ακινήτων τους, αλλά και να διερευνηθεί η ύπαρξη ενδεχόμενων υπεραξιών.

Οι κυριότερες μέθοδοι αποτίμησης των ΕΕΑΠ είναι οι ακόλουθες:

- **NET PROPERTY BOOK VALUE (ΚΑΘΑΡΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ):** Η μέθοδος αυτή αποτελεί μία από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης εταιρειών ακινήτων στη σύγχρονη χρηματοοικονομική επιστήμη, βάσει των πρακτικών που εφαρμόζονται από τους ανά τον κόσμο χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Η συγκεκριμένη μέθοδος συγκρίνει την πραγματική αξία της εξεταζόμενης εταιρείας-τα χαρτοφυλάκια γης και ακινήτων της αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές και μετά την αφαίρεση του καθαρού της δανεισμού-με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία. Κατ' αυτόν τον τρόπο και ανάλογα με το ποσοστό της εξαγόμενης έκπτωσης (discount) ή υπερτίμησης (premium) διαμορφώνονται τα σχετικά συμπεράσματα περί φθηνής ή ακριβή εταιρείας/ μετοχής.  
Σε σύγκριση με τις άλλες μεθόδους αποτίμησης ακινήτων, η συγκεκριμένη τεχνική προσέγγιση επιτρέπει τη ρεαλιστικότερη αποτίμηση του χαρτοφυλακίου ακινήτων μίας εταιρείας βάσει ενός συνδυασμού αντικειμενικών αξιών και τρεχουσών τιμών στην αγορά, λαμβάνοντας υπόψη και τις εκάστοτε ιδιόμορφες συνθήκες στην εν λόγω αγορά (υποχώρηση ή άνοδος των τιμών, περίοδοι κρίσης κτλ.)  
Οι εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια και των οποίων η χρηματιστηριακή αξία παρουσιάζει σημαντική έκπτωση έναντι του δείκτη 'Net Property Book Value' θεωρούνται ότι εμφανίζουν αρκετά υψηλό κίνδυνο και γι' αυτό το λόγο η αγορά τις αποτιμά σε χαμηλότερα επίπεδα από την αξία του χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους.
- **Gross Asset Value (GAV):** Η εν λόγω μέθοδος αποτίμησης λαμβάνει υπόψη της την αξία του χαρτοφυλακίου των ακινήτων μίας εταιρείας σε συνδυασμό με τη χρηματοοικονομική μόχλευση που έχει αναλάβει η εν λόγω εταιρεία για να δρομολογήσει τους εκάστοτε αναπτυξιακούς της στόχους. Στην περίπτωση αυτή ο εκτιμητής συγκρίνει τη λεγόμενη 'enterprise value' της υπό εξέταση εταιρείας ακινήτων ( δηλ. Χρηματιστηριακή Αξία + Τραπεζικός Δανεισμός – Διαθέσιμα ) με το εξεταζόμενο μέγεθος 'Net Property Book Value' . Οι δύο συγκρίσεις λαμβάνουν χώρα, προκειμένου να διαπιστωθεί η ύπαρξη ενδεχόμενης έκπτωσης ή υπεραξίας (discount ή premium) σε μία εταιρεία ακινήτων υποβοηθώντας τη λήψη των σχετικών επενδυτικών αποφάσεων.
- **Λόγος Τιμής/ Κέρδη ανά μετοχή (P/E):** Ο συγκεκριμένος δείκτης, αν και αποτελεί το πλέον δημοφιλές και πρακτικό-στον υπολογισμό του-

κριτήριο αποτίμησης, εντούτοις δε θεωρείται ως η καταλληλότερη μέθοδος για την εκτίμηση της αξίας των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Πιο συγκεκριμένα ο λόγος P/E αποδίδει έμφαση στην τελική (καθαρή) κερδοφορία μίας εταιρείας ακινήτων, με αποτέλεσμα να μη λαμβάνει υπόψη μία σειρά από παράγοντες, που διαμορφώνουν το καθαρό αποτέλεσμα της εξεταζόμενης εταιρείας. Τέτοιοι παράγοντες είναι π.χ. οι εκάστοτε μεταβολές στους συντελεστές αποσβέσεων ή τους φορολογικούς συντελεστές, που δυσκολεύουν τη δυνατότητα σύγκρισης εταιρειών μεταξύ διαφορετικών χωρών. Επιπρόσθετα, ο δείκτης δε λαμβάνει υπόψη την ύπαρξη περιουσιακών στοιχείων σε ένα χαρτοφυλάκιο ακινήτων, τα οποία βρίσκονται σε εκτέλεση και δεν παράγουν ακόμη κέρδη με αποτέλεσμα να θεωρείται σε αρκετές περιπτώσεις ακόμη και ως παραπλανητικό κριτήριο αποτίμησης.

- **EBITDA/ Enterprise Value:** Με τη μέθοδο αυτή εξάγεται ένα είδος απόδοσης του συνολικού χαρτοφυλακίου της εταιρείας ακινήτων, λαμβάνοντας υπόψη τα λειτουργικά κέρδη (προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων) που επιτυγχάνονται μέσα από την αξία της εν λόγω εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγονται οι επιπτώσεις στο συγκεκριμένο κριτήριο αποτίμησης (όπως π.χ. συμβαίνει με τον P/E) που θα προέρχονταν από την εφαρμογή διαφορετικών μεθόδων αποσβέσεων ή φορολογίας που εφαρμόζονται στα διάφορα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο δείκτης αυτός, που όπως προαναφέρθηκε ισοδυναμεί με ένα είδος απόδοσης κεφαλαίου, συνήθως συγκρίνεται όχι μόνο μεταξύ διαφορετικών εταιρειών ακινήτων, αλλά και με τις αποδόσεις διάφορων επενδυτικών προϊόντων, όπως ομολόγων, αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και προϊόντων της κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να διαπιστωθεί η ελκυστικότερη επένδυση σε επίπεδο απόδοσης.

Ωστόσο, το εν λόγω κριτήριο 'υποφέρει' επίσης από ορισμένες αδυναμίες που χαρακτηρίζουν και το δείκτη P/E, καθώς για παράδειγμα δεν ενσωματώνει τη δυνητική απόδοση εκείνων των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται στο στάδιο της κατασκευής και της ανάπτυξης.

- **Discounted Cash Flow (DCF):** Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ενός ακινήτου ή του ευρύτερου χαρτοφυλακίου μίας εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία αποτελεί μία από τις πιο βασικές οδούς που ακολουθούνται από τους Ευρωπαίους αναλυτές στη διαδικασία αποτίμησης των εταιρειών του κλάδου. Παρά το γεγονός αυτό, όμως, η συγκεκριμένη μέθοδος φαίνεται να έρχεται 'αντιμέτωπη' αρκετές φορές με την υιοθέτηση υποκειμενικών υποθέσεων που δεν είναι εύκολο να τεκμηριωθούν με τον ίδιο τρόπο από όλους τους αναλυτές. Τέτοιες περιπτώσεις αφορούν για παράδειγμα τον υπολογισμό του γνωστού 'vacancy rate', την υπόθεση γύρω από το ρυθμό αύξησης των ενοικίων/ μισθωμάτων ή ακόμη και την υψηλή μεταβλητότητα που μπορεί να χαρακτηρίζει τις συνθήκες στην αγορά ακινήτων, μην επιτρέποντας τη διατύπωση σχετικά ασφαλών μελλοντικών προβλέψεων.



Στη διαδικασία αποτίμησης των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι ιδιαίτερα σημαντική η επιλογή της καταλληλότερης ή περισσότερο συγκρίσιμης ομάδας εταιρειών (peer group) - σε διεθνές και κατά προτίμηση ευρωπαϊκό επίπεδο - ώστε αυτή η ομάδα να συγκριθεί με τη εξεταζόμενη εισηγμένη εταιρεία βάσει μίας σειράς δεικτών που σε συνοπτικές γραμμές πρέπει να είναι οι ακόλουθοι:

#### **Χρηματιστηριακή Αξία (Market Capitalization)**

**NAV Premium/Discount (Σύγκριση μεταξύ NAV και χρηματιστηριακής αξίας).**

**GAV Premium/Discount (Σύγκριση μεταξύ GAV και enterprise value)**

**Δείκτης Τιμή/ Κέρδη ανά μετοχή**

**Δείκτης EBITDA/EV**

Μετά την επιλογή της συγκρίσιμης ομάδας των εταιρειών εξάγεται ο μέσος όρος για καθέναν από τους παραπάνω δείκτες και συγκρίνεται με τον εξεταζόμενο δείκτη της αντίστοιχης εταιρείας ακινήτων.

Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως οι εταιρείες του λεγόμενου 'peer group' θα πρέπει να είναι αρκετά ομοειδείς μεταξύ τους. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη παράγοντες, όπως το μέγεθος του χαρτοφυλακίου ακινήτων, το μείγμα των απασχολούμενων ακινήτων, καθώς και η χρηματοοικονομική μόχλευση του χαρτοφυλακίου ακινήτων όλων εκείνων των εταιρειών που είναι υποψήφιες για να αποτελέσουν μέλη του 'peer group'. Παράλληλα, αρκετές φορές η σύγκριση μεταξύ εταιρειών ακινήτων διαφορετικών χωρών τείνει να παρουσιάζει εγγενείς αδυναμίες, λόγω των διαφορετικών πρακτικών αποτίμησης που εφαρμόζονται από τοπικούς εκτιμητές.

Τέλος, σε περιπτώσεις εταιρειών ακινήτων που ως συνήθη δραστηριότητα έχουν την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων είναι σημαντικό ν' απομονώνεται ο παράγοντας των εσόδων από την πώληση ακινήτων, προκειμένου να εξαχθεί μία αντικειμενικότερη αποτίμηση, ενώ σε περιπτώσεις εταιρειών που μέχρι σήμερα δεν έχουν παρουσιάσει 'επαρκή' ιστορία (track record) ως προς την απόδοση των ακινήτων τους το αποτέλεσμα δε θα πρέπει να θεωρείται εξ' ορισμού αντιπροσωπευτικό.

## **9. ΣΧΕΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΤΥΠΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΠΟΥ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ ΤΑ REITs**

Όπως είναι γνωστό υπάρχουν διάφοροι τύποι ακινήτων στους οποίους μπορούν να επενδύσουν τα REITs. Καταρχήν, οι ΕΕΑΠ μπορούν να επενδύσουν σε επαγγελματική στέγη (Office REITs), δηλαδή ουσιαστικά σε κτίρια γραφείων. Στην περίπτωση αυτή τίθεται το θέμα επένδυσης σε κατηγορίες κτιρίων γραφείων. Πιο συγκεκριμένα είναι δυνατή η επένδυση σε κτίρια τύπου Α', όπου πρόκειται για κτίρια που ανήκουν σε καλή γεωγραφική περιοχή, είναι πολυτελή κι έχουν κύρος, ή και σε κτίρια τύπου Γ', τα οποία βρίσκονται σε φθηνές περιοχές, όπου τα ενοίκια είναι χαμηλά. Παράλληλα, υπάρχει η δυνατότητα επένδυσης σε ακίνητα βιομηχανικής χρήσης, όπως είναι τα εργοστάσια ή οι αποθήκες. Εδώ κατατάσσονται τα λεγόμενα Industrial REITs. Τα Residential REITs είναι REITs που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε κατοικίες, όπου κι εδώ έχουμε διάκριση ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή και την πολυτέλεια που χαρακτηρίζει τις κατοικίες. Επίσης, υπάρχουν τα λεγόμενα Retail REITs, τα οποία επενδύουν σε μεγάλα εμπορικά κέντρα, πολυκαταστήματα ή και σε μικρά συνοικιακά εμπορικά καταστήματα και γενικά σε καταστήματα που έχουν ως κύρια δραστηριότητα την πώληση λιανικών προϊόντων. Τα τελευταία χρόνια ειδικά στις ΗΠΑ έχει μετατεθεί σε σημαντικό βαθμό το ενδιαφέρον στην επένδυση των REITs στο χώρο του τουρισμού, αλλά και της υγείας. Έτσι, υπάρχουν τα λεγόμενα Hotel/ Motel REITs, τα οποία επενδύουν σε ξενοδοχειακά συγκροτήματα, είτε μεγάλα είτε μικρά και τα Health Care Facilities REITs, που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε νοσοκομεία, κλινικές κτλ. Φυσικά, υπάρχουν και τα διαφοροποιημένα REITs (Diversified REITs), τα οποία στο χαρτοφυλάκιό τους μπορεί να έχουν ακίνητα από όλες τις κατηγορίες που προαναφέραμε.

Ο κάθε τύπος ακίνητης ιδιοκτησίας που έχει επιλεγεί από κάθε REIT έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά και συμπεριφορά και κατά συνέπεια καθορίζει τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση για το εν λόγω REIT.

Ο τύπος της ακίνητης ιδιοκτησίας που είναι πιο επιδεκτική κι επιρρεπής στις κυκλικές διακυμάνσεις της αγοράς είναι τα ξενοδοχεία. Τα ξενοδοχεία, διακρίνονται για τον εποχιακό τους χαρακτήρα και είναι ιδιαίτερα ευάλωτα στις διακυμάνσεις στην οικονομία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα γι' αυτό το γεγονός είναι η πολύ μεγάλη κρίση και πλήγμα που δέχτηκαν τα ξενοδοχεία στις ΗΠΑ μετά το χτύπημα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου του 1999. Μάλιστα, τα περισσότερα εκ των Hotel REITs είχαν για την επόμενη πενταετία αρνητικό ρυθμό αύξησης των μερισμάτων τους. Είναι λογικό, λοιπόν, εφόσον ο κίνδυνος των εν λόγω REITs είναι μεγαλύτερος, να απαιτείται από την αγορά και μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση.

Τα Retail REITs, τα οποία είναι επίσης ευάλωτα στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα στη συμπεριφορά τους απ' ό,τι τα Hotel REITs. Ο κίνδυνος για τις εταιρείες πώλησης λιανικών προϊόντων προέρχεται από τη μείωση των πωλήσεων λόγω προβλημάτων που υπάρχουν στην οικονομία. Η μείωση της κατανάλωσης θα έχει σαν αποτέλεσμα την αδυναμία των ενοίκων να καταβάλλουν τα ενοίκια στους ιδιοκτήτες την κατάλληλη στιγμή. Το πρόβλημα, δε, οξύνεται ακόμη περισσότερο στην περίπτωση εκείνη κατά την οποία το μηνιαίο μίσθωμα που πληρώνει η επιχείρηση στον ιδιοκτήτη ορίζεται ως ποσοστό των μηνιαίων πωλήσεων που πραγματοποιούνται. Βέβαια, αν ισχύει το παραπάνω είναι γεγονός πως σε

περιόδους κατά τις οποίες πραγματοποιείται αύξηση στην κατανάλωση, τότε η ιδιοκτήτρια επιχείρηση, δηλαδή στην περίπτωση μας το Retail REIT θα πραγματοποιεί μεγαλύτερα έσοδα, πράγμα που σημαίνει μεγαλύτερη απόδοση και για το μέτοχο-επενδυτή.

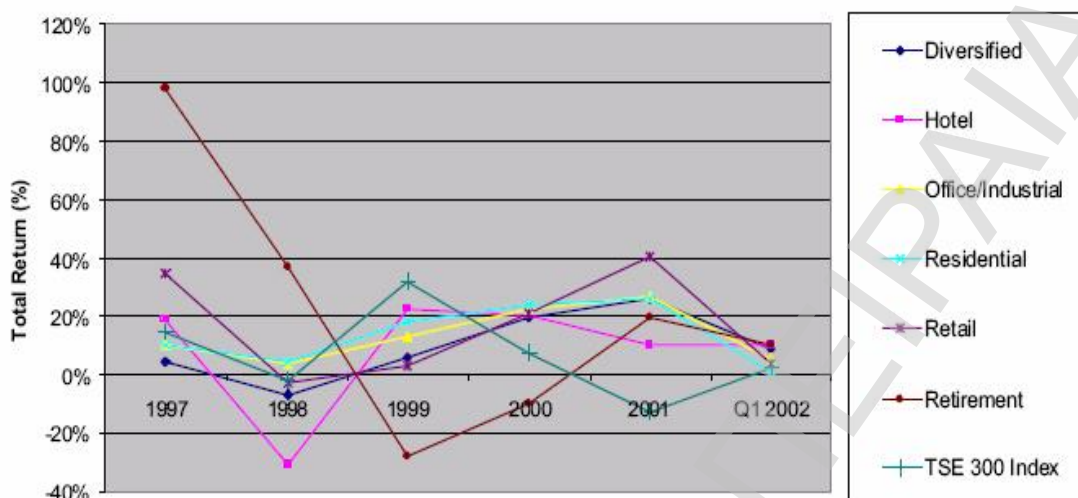
Τα κτίρια γραφείων και τα ακίνητα βιομηχανικού χαρακτήρα είναι λιγότερο ευαίσθητα σε βραχυπρόθεσμες μεταβολές στην οικονομία και τούτο οφείλεται στο μακροπρόθεσμο χαρακτήρα που έχουν τα συμβόλαια ενοικίων αυτών των ειδών. Οι ένοικοι των ακινήτων αυτών των κατηγοριών και κυρίως των κτιρίων γραφείων δεν είναι συνηθισμένοι στην αλλαγή τοποθεσίας πολλές φορές ακόμη και μετά τη λήξη του συμβολαίου σε περίπτωση που οι εγκαταστάσεις τους ικανοποιούν. Κατά συνέπεια ο κίνδυνος των Office REITs και των Industrial REITs είναι σχετικά χαμηλός και συνεπώς και η αναμενόμενη απόδοση αυτών μικρότερη από τις αντίστοιχες των παραπάνω κατηγοριών.

Τα πλέον σταθερά REITs ως προς τη συμπεριφορά τους στις κυκλικές διακυμάνσεις της αγοράς είναι τα Apartment REITs, δηλαδή αυτά που επενδύουν στην κατοικία. Αυτό είναι εύλογο, εφόσον το μέγεθος αυτών είναι πολύ μικρότερο απ' ό,τι ενός ξενοδοχείου ή ενός κτιρίου γραφείων και κατά συνέπεια μία αθέτηση του συμβολαίου λόγω αδυναμίας πληρωμής κάποιου ενοικίου δε θα είναι τόσο καθοριστική και σημαντική, ώστε να έχει σαν επακόλουθο μεγάλη μείωση στα έσοδα του εν λόγω REIT. Άλλωστε, είναι σπάνιο το γεγονός, να αφήσει εκτάκτως το σπίτι του, άσχετα αν δεν του ανήκει, λόγω μιας δυσμενούς αλλαγής στο οικονομικό περιβάλλον.

Στο διάγραμμα 10 βλέπουμε τη σχέση απόδοσης-κινδύνου σε διαφορετικές κατηγορίες REITs.

#### **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10: Σχέση απόδοσης-κινδύνου διαφορετικών κατηγοριών REITs**

## REIT Total Returns by Property Type



Πολλοί αναλυτές, πάντως, υποστηρίζουν πως ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που να περιλαμβάνει κτίρια γραφείων, κατοικίες, βιομηχανικά ακίνητα, ξενοδοχεία, καταστήματα πώλησης λιανικών προϊόντων αποδίδει στους κατόχους του εισοδήματα με μεγαλύτερη σταθερότητα, δεν είναι τόσο ευάλωτο στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, ενώ συγχρόνως έχει και μεγαλύτερες προοπτικές μεγέθυνσης.

Παρακάτω, στον πίνακα 4 βλέπουμε τη συμμετοχή των αμερικανικών REITs όλων των κατηγοριών στον αμερικανικό δείκτη NAREIT (National Association of Real Investment Trusts) καθώς και τη μερισματική απόδοση αλλά και την συνολική απόδοση αυτών κατά την περίοδο 9/8/2005-9/8/2006:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Κατηγορίες REITs που συγκροτούν τον αμερικανικό δείκτη NAREIT**

PROPERTY SECTOR/SUBSECTOR	NUMBER OF REITs	DIVIDEND YIELD	TOTAL RETURNS (Y-T-D)
EQUITY REIT INDEX	137	3,97	21,18
INDUSTRIAL/OFFICE	33	3,77	24,32
INDUSTRIAL	6	3,37	19,4
OFFICE	22	3,73	27,31
MIXED	5	4,87	17,04

RETAIL	32	4,02	12,45
SHOPPING CENTERS	17	3,93	19,82
REGIONAL MALLS	9	3,81	6,66
FREE STANDING	6	6,22	9,26
RESIDENTIAL	21	3,55	31,16
APPARTMENTS	17	3,55	32,48
MANUFACTURED HOMES	4	3,59	-0,06
DIVERSIFIED	12	4,19	24,92
LODGING/RESORTS	15	4,11	19,47
HEALTH CARE	12	5,77	24,23
SELF STORAGE	4	2,94	25,94
SPECIALTY	8	4,81	8,94
MORTGAGE REIT INDEX	33	10,76	6,56
HOME FINANCING	22	11,34	5,5
COMMERCIAL FINANCING	11	9,31	9,04

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ III

#### **ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ-ΑΡΘΡΑ**

Όσον αφορά στο πώς επηρεάζουν μεταβολές σε μακροοικονομικά στοιχεία την αγορά των REITs, σύμφωνα με τη μελέτη 'The response of real estate investment trust returns to macroeconomic shocks' των Bradley T. Ewing και James E. Payne οι πιέσεις, οι οποίες υφίστανται ανάμεσα στα θεμελιώδη μεγέθη, τις δυνάμεις της οικονομίας και του χρηματιστηρίου πάνω στην αγορά του real estate και κατά συνέπεια και των REITs είναι ιδιαίτερα ισχυρές. Στην ανάλυσή τους αποδεικνύουν πως οι αποδόσεις των REITs επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από σοκ που λαμβάνουν χώρα στη νομισματική πολιτική, τον πληθωρισμό και την αύξηση στον αριθμό των επιχειρήσεων που πτωχεύουν και κατά συνέπεια την αύξηση του κινδύνου πτώχευσης.

Κύριος και καθοριστικός παράγοντας για τη συμπεριφορά και την επίδοση της αγοράς και του real estate και κατά συνέπεια των REITs είναι η κατάσταση στην οποία βρίσκεται η οικονομία. Απόδειξη γι' αυτό είναι ότι κατά τη διάρκεια του μεγάλου κραχ του 1987 η μείωση στις τιμές των REITs που παρατηρήθηκε ήταν ιδιαίτερα μεγάλη και ακολούθησε ανάλογη πτώση και κατά τη διάρκεια της ύφεσης κατά την περίοδο 1990-1991. Μετά την οικονομική 'ανάρρωση' κατά την περίοδο που ακολούθησε οι αποδόσεις των REITs αυξήθηκαν. Μία σταθερά αναπτυσσόμενη οικονομία συνήθως συμβαδίζει με μία αναπτυσσόμενη αγορά real estate. Βέβαια, απροσδόκητες εξελίξεις και αρνητικές μεταβολές στη παραγωγή και το εισόδημα είναι δυνατό να οδηγήσουν σε μειωμένες αποδόσεις στην αγορά του real estate. Για παράδειγμα εάν τα γεγονότα και οι ειδήσεις προμηνύουν αρνητικές εξελίξεις όσον αφορά στην πορεία του πληθωρισμού τότε η εν λόγω αγορά μπορεί να αντιδράσει αρνητικά στην αναμονή υψηλότερων επιτοκίων δανεισμού και τιμών. Είναι γεγονός πως ο πληθωρισμός επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις τιμές, το εισόδημα και την κερδοφορία των νοικοκυριών και κατά συνέπεια και την αγοραστική δύναμη αυτών. Επομένως, η αναμονή για άνοδο του πληθωρισμού αυξάνει το κόστος του δανεισμού, όταν δε είναι απροσδόκητος δημιουργεί αβεβαιότητα ως προς την εξέλιξη των τιμών και τελικά ως προς την οικονομική δραστηριότητα. Οι αναλυτές αποδεικνύουν ότι μία αναπάντεχη αύξηση στον κίνδυνο πληθωρισμού θα έχει σαν τελικό επακόλουθο την αύξηση στις τιμές των REITs. Και τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές έχουν μικρότερες προσδοκίες για το ευνοϊκό μέλλον της οικονομικής δραστηριότητας και γι' αυτό το λόγο θεωρούν τα ομόλογα και άλλες επενδύσεις της αγοράς χρήματος λιγότερο ελκυστικές απ' ό,τι τα REITs. Ένα ενδεικτικό σημάδι ότι η οικονομία μπορεί να μπαίνει σε περιόδους κρίσεις, σύμφωνα με την ανάλυση, είναι η πιθανή αύξηση του αριθμού των επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν έντονα τον κίνδυνο πτώχευσης ή και πτωχεύουν. Πιο συγκεκριμένα μια τέτοια εξέλιξη θα έχει σαν απότοκο την άνοδο των επιτοκίων από τις τράπεζες ως προϊόν αντίδρασης της οικονομίας, καθότι αυτές θα αναζητούν μεγαλύτερη απόδοση λόγω της αύξησης του κινδύνου πτώχευσης. Στην περίπτωση που ισχύει αυτό το αποτέλεσμα θα είναι η δημιουργία αρνητικών προσδοκιών για τη μελλοντική κατάσταση της οικονομίας από την πλευρά των επενδυτών κι έτσι τα εταιρικά ομόλογα θα είναι λιγότερα ελκυστικά γι' αυτούς. Αντιθέτως, θα υπάρξει μεγαλύτερη ζήτηση για την επένδυση στην αγορά του real estate κι επομένως και των REITs, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών στην εν λόγω αγορά.

Όσον αφορά στην επίδραση της νομισματικής πολιτικής στην αγορά των REITs, αποδεικνύεται από την έρευνα των δύο αναλυτών ότι αυτή είναι μεγάλη. Πιο συγκεκριμένα η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής οδηγεί σε μεταβολή των επιτοκίων και της συνολικής ζήτησης. Οι μεταβολές στα επιτόκια επηρεάζουν την πραγματική απόδοση του δανεισμού και το πραγματικό κόστος αυτού στο βραχυπρόθεσμο διάστημα. Η αύξηση των επιτοκίων στο βραχυπρόθεσμο διάστημα επηρεάζει συστηματικά τις αποδόσεις των REITs. Έτσι, μία σκληρή νομισματική πολιτική έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση των συστηματικών αποδόσεων των REITs, εφόσον το επιτόκιο δανεισμού αυξάνεται και η ζήτηση για κατοικίες μειώνεται.

Τέλος, οι αναλυτές έδειξαν ότι σε περίπτωση που οι επενδυτές αναμένουν καλύτερη απόδοση και συμπεριφορά των μετοχών σε σχέση με την αγορά του real estate, τότε είναι δικαιολογημένη η απομάκρυνσή τους από την αγορά των REITs και η στροφή τους στην επένδυση μετοχών.

Ένα ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο που αναφέραμε στην ανάλυσή μας είναι το γεγονός ότι βασικό όφελος της κατοχής REITs στο χαρτοφυλάκιό μας είναι η χαμηλή συσχέτιση που αυτά έχουν με άλλα επενδυτικά στοιχεία, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνεται διαφοροποίηση και μείωση του ρίσκου της επένδυσής μας. Σύμφωνα με τη μελέτη των Adair Alastair, Stanley McGreal και James R. Webb 'Diversification Effects of direct versus indirect investment in the UK' ο σκοπός της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου είναι η μείωση του μη συστηματικού κινδύνου, τα δε οφέλη της διαφοροποίησης είναι αποτέλεσμα της μικρής συσχέτισης που υπάρχει μεταξύ της αγοράς του real estate και των υπόλοιπων επενδυτικών που υπάρχουν στην αγορά χρήματος και ως γνωστόν όσο μικρότερη είναι η συσχέτιση τόσο μεγαλύτερη είναι και η δυνατότητα για περαιτέρω μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Το κλειδί, σύμφωνα με τους αναλυτές για την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής διαφοροποίησης είναι στην εύρεση του στοιχείου εκείνου που θα λειτουργήσει ως παράγοντας διαφοροποίησης. Έτσι, εφόσον υπάρχουν διάφορες κατηγορίες ακίνητης ιδιοκτησίας, τότε είναι γεγονός πως το είδος του ακινήτου θα επηρεάζεται από την αγορά στην οποία ανήκει η επιχείρηση που το χρησιμοποιεί, δηλαδή αν το ακίνητο είναι βιομηχανικής χρήσης, ή αν το εκμεταλλεύεται εταιρεία πώλησης λιανικών προϊόντων κτλ. Ένα σημαντικό ερώτημα που τίθεται είναι το εάν οι επενδυτές πρέπει να διαφοροποιήσουν τα ακίνητα στο χαρτοφυλάκιο τους με κριτήριο τη γεωγραφική περιοχή στην οποία αυτά ανήκουν ή με κριτήριο το είδος και τα στοιχεία που χαρακτηρίζουν αυτό κάθε αυτό το ακίνητο. Τα αποτελέσματα, λοιπόν, έδειξαν ότι στις ΗΠΑ η επένδυση σε ακίνητα πώλησης λιανικών προϊόντων από τα REITs θα πρέπει να διαφοροποιείται ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή, ενώ αντιθέτως τα κτίρια γραφείων θα πρέπει να διαφοροποιούνται σε ένα χαρτοφυλάκιο ανάλογα με τα στοιχεία που τα χαρακτηρίζουν, όπως αν είναι πολυτελή, αν είναι μεγάλα κτλ. Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ στο Ηνωμένο Βασίλειο η μελέτη έδειξε ότι η διαφοροποίηση τόσο στον τύπο του ακινήτου όσο και στη γεωγραφική περιοχή στην οποία αυτό ανήκει έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των αποδόσεων του REIT. Πιο συγκεκριμένα από μια μελέτη 392 περιοχών του Ηνωμένου Βασιλείου μία στρατηγική διαφοροποίησης ανάλογα με τον τύπο του ακινήτου αλλά και της γεωγραφικής περιοχής θα οδηγήσει σε ακόμη μεγαλύτερη μείωση του κινδύνου. Η επιλογή ακινήτων σε μία μεμονωμένη περιοχή π.χ. το Λονδίνο οδηγεί σε μη επιθυμητά αποτελέσματα όσον αφορά στον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αγορά των ακινήτων βρίσκεται στην καρδιά της οικονομίας και η πορεία των τιμών των ακινήτων επηρεάζει την πλειοψηφία των νοικοκυριών. Στην Ελλάδα, όσο και διεθνώς, η πλειοψηφία των νοικοκυριών δείχνει προτίμηση στην κατοχή ακινήτων παρά μετοχών, με αποτέλεσμα οι επιπτώσεις στον πλούτο τους και κατά συνέπεια στην κατανάλωση αυτών να είναι πιο δυσμενείς μετά από μία πτώση στις τιμές των κατοικιών παρά μετά από μία πτώση στις τιμές των μετοχών. Έτσι, η παραμικρή αύξηση στις τιμές των ακινήτων οδηγεί σε συνολική αύξηση της περιουσίας του κάθε νοικοκυριού ακόμη και αν οι άλλες επενδύσεις παρουσιάζουν ζημιές.

Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα σημείωσαν μία εντυπωσιακή άνοδο κατά την τελευταία δεκαετία, η οποία, σύμφωνα με το Δείκτη Τιμών Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος για το διάστημα 1994-2005 ήταν της τάξης του 175%. Στο γεγονός αυτό συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό η αύξηση των στεγαστικών δανείων ως % του ΑΕΠ, όπως και η όξυνση του ανταγωνισμού των τραπεζών που οδήγησε στην προσφορά πιο ευέλικτων κι ελκυστικών προϊόντων στεγαστικής πίστης και υψηλούς βαθμούς δανείων.

Η ανοδική αυτή πορεία στην ελληνική αγορά κατοικίας, σε αντίθεση με πολλές χώρες του εξωτερικού, όπου βρίσκονται κυρίως τα μεγάλα ερωτηματικά για την πορεία της αγοράς και για τις επιδράσεις μίας πιθανής διόρθωσης των τιμών των ακινήτων στην οικονομία, δεν ενέχει τον κίνδυνο απότομης καθοδικής προσαρμογής των τιμών, αφού ο κερδοσκοπικός χαρακτήρας της αγοράς ακινήτων είναι μικρός. Τα ελληνικά νοικοκυριά θεωρούν την αγορά κατοικίας ως μία ασφαλή μακροπρόθεσμη επένδυση, ενώ οι ιδιοκτήτες κατοικίας δεν επιθυμούν να πουλήσουν την κατοικία τους με σκοπό τη ρευστοποίηση των κερδών τους. Οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων κατά την τελευταία δεκαετία στην Ελλάδα κρίνονται απόλυτα φυσιολογικές για μία αγορά στην οποία τα αποπληθωρισμένα επιτόκια έχουν μειωθεί κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες στη διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς την ΟΝΕ. Κατά συνέπεια η αγορά κινήθηκε από θεμελιώδη μεγέθη και όχι από μία κερδοσκοπική φούσκα.

Η ανοδική πορεία της αγοράς ακινήτων έχει προκαλέσει την προσοχή ιδιωτών, ταμείων, ασφαλιστικών φορέων κι επιχειρήσεων που θέλουν να τοποθετήσουν τις αποταμιεύσεις τους σε επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις και χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο. Τα κριτήρια αυτά ικανοποιούν οι επενδύσεις σε Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία, τα λεγόμενα REITs. Τα REITs έχουν κερδίσει την αποδοχή τόσο του επιχειρηματικού κόσμου όσο και των ιδιωτών επενδυτών και ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, όπου έχουν την αφετηρία τους και όπου θεωρούνται ως απαραίτητο επενδυτικό εργαλείο για κάθε χαρτοφυλάκιο λόγω των βασικών πλεονεκτημάτων που τα διακρίνουν με κυριότερα αυτών τα φορολογικά κίνητρα, την υψηλή μερισματική απόδοση, την ευελιξία της διαχείρισης κι επένδυσης αλλά και τη χαμηλή συσχέτιση με άλλες μορφές επενδύσεων που καθιστά απαραίτητη τη συμμετοχή τους σε κάθε χαρτοφυλάκιο για την επίτευξη μεγαλύτερης διαφοροποίησης και κατά συνέπεια αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης για κάθε επίπεδο κινδύνου. Η δε ποικιλία αυτών στο εξωτερικό και η διάκριση των REITs σε κατηγορίες ανάλογα με τους τύπους των ακινήτων στους οποίους επενδύουν καθιστά ευκολότερη την επιλογή του κατάλληλου REIT για κάθε



επενδυτή ανάλογα με το προφίλ του και τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει.

Στην Ελλάδα ο θεσμός των REITs είναι καινούριος αλλά ταχέως αναπτυσσόμενος. Τα πρώτα τους βήματα στην εν λόγω αγορά έκαναν οι Eurobank Properties και η Πειραιώς Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία που έχουν ήδη εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΠΗΓΕΣ:

1. Μανώλης Δαβραδάκης, Γκίκας Χαρδούβελης, 'Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων? Διεθνείς τάσεις κι επενδυτικές ευκαιρίες', Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, 6 Φεβρουαρίου 2006.
2. Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος, 'Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανakλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς', Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, Τεύχος 6, 11 Ιουλίου 2006, Έτος Ι.
3. Οικονομικό Δελτίο ALPHA BANK, 'Τιμές κατοικιών στην Ελλάδα: Άνοδος μετά την προσαρμογή της περιόδου 2002-2005', Τεύχος 93, Μάρτιος 2005.
4. 'Η αποτίμηση εταιρειών εκμετάλλευσης και διαχείρισης ακινήτων και περιουσιακών στοιχείων. Μέθοδοι, πρακτικές και επιστημάνσεις, Μέρος Β': Οι σημαντικότερες μέθοδοι αποτίμησης των εταιρειών ακινήτων στην ευρωπαϊκή αγορά', Investment Research & Analysis Journal ([www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)).
5. Κώδικας Νομοθεσίας Ν. 27778/1999/Α-295 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρείες Επενδύσεων, Κεφάλαια Α' και Β'.
6. Bradley T. Ewing, James E. Payne, 'The response of real investment trust return to macroeconomic shocks', Journal of Business Research, volume 58, Issue 3, March 2005, pages 293-300.
7. Adair Alastair, Stanley McGreal, James R. Webb, 'Diversification Effects of Direct versus indirect real investments in the UK', Journal of Real Estate Portfolio Management.
8. Paul Beals, John V. Arabia, 'Lodging REITS', The Cornell Hotel & Restaurant Administration Quarterly, Volume 39, Issue 6, December 1998, pages 52-59.
9. 'Why Real Estate' TIAA CREF asset management, Spring 2006.
10. Rejean Abraham Morgan, 'REITS: Yes I pretended to know what they are, too', Negotiation of business Transactions, October 17 2005.
11. 'REIT Guide' Deloitte 8<sup>th</sup> Edition, Second Print.
12. 'Introduction of the Real Estate Investment Trust (REIT) in Germany', January 2006.
13. Phil Nicklin, Karen McNicholls, Tracy Payton, 'A new approach to property investment', Deloitte REIT seminar programme, Wednesday 26 April 2006.
14. 'The proposed REIT regime', Deloitte REIT seminar programme, Wednesday 18 January 2006'.
15. Web site of the National Association of Real Estate Investment Trust, [www.nareit.com](http://www.nareit.com).
16. Web site of investinreits.com