

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΜΣ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΑΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΙΩΑΝΝΑ ΑΝΤΩΝΙΟΥ

ΑΘΗΝΑ, 2020

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

Αντώνιος Ροβολής, Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

ΕΞΕΤΑΣΤΕΣ

Αναστάσιος Καραγάνης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Κωνσταντίνος Λιάπης, Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής είναι ο θεσμός των Αωνόμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ), γνωστών παγκοσμίως ως Real Estate Investment Trusts (REITs) και ο τρόπος αλληλεπίδρασης τους με την αγορά ακινήτων. Σημαντικό ρόλο στην περαιτέρω κατανόηση του εν λόγω θεσμού διαδραματίζει η ιστορική επισκόπηση των REITs και η παρουσίαση της σημερινής τους μορφής σε διάφορες χώρες του κόσμου, ανάμεσα στις οποίες είναι και η Ελλάδα. Εξίσου σημαντική κρίνεται και η ανάλυση της επένδυσης στα REITs, εστιάζοντας στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της, στις μορφές της επενδυτικής πολιτικής καθώς και σε ειδικότερες κατηγορίες των REITs (π.χ Blue-Chip REITs). Τέλος, βάσει οικονομικών δεδομένων από την παγκόσμια αγορά ακινήτων τα τελευταία χρόνια και λαμβάνοντας υπόψιν τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες, επιχειρείται ένας μικρός απολογισμός για την μέχρι στιγμής εξέλιξη του θεσμού των REITs και παράλληλα, γίνονται προβλέψεις για την μελλοντική τους πορεία σε συνάρτηση πάντα με την γενικότερη κατάσταση της αγοράς ακινήτων, διαπιστώνοντας την αλληλεπίδρασή τους.

ABSTRACT

The present refers to the institution of Real Estate Investment Companies, known worldwide as Real Estate Investment Trusts (REITs) and furthermore, to their interaction with the real estate market. It appears to be extremely important for the further understanding of this institution the historical overview of REITs and the presentation of their current status in different countries all over the world, including Greece. In addition, the analysis of REITs investment, focusing on its advantages and disadvantages, kinds of investment policy and specific categories of REITs (e.g. Blue-Chip REITs) considered to be equally important. Finally, based on economic data from the global real estate market during the recent years and taking into consideration the current economic conditions, there is an attempt to make a brief estimation of the development of REITs institution so far and, at the same time to make predictions for their future progress always in relation to the general situation of the real estate market, pointing out their interaction.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<u>Περίληψη</u>	<u>σελ. 3</u>
<u>Εισαγωγή</u>	<u>σελ. 5-6</u>
<u>Κεφάλαιο 1^ο: Η ακίνητη περιουσία</u>	<u>σελ. 7 -17</u>
<u>Κεφάλαιο 2^ο : Ο θεσμός των REITs</u>	<u>σελ. 18-26</u>
<u>Κεφάλαιο 3^ο : Ιστορική επισκόπηση του θεσμού των REITs στις ΗΠΑ</u>	<u>σελ. 27-40</u>
<u>Κεφάλαιο 4^ο : Παρουσίαση του θεσμού των REITs παγκοσμίως</u>	<u>σελ.41-76</u>
➤ <u>Γαλλία</u>	<u>σελ. 43-48</u>
➤ <u>Αγγλία</u>	<u>σελ. 49-56</u>
➤ <u>Αμερική</u>	<u>σελ. 57-62</u>
➤ <u>Ιαπωνία</u>	<u>σελ. 63-70</u>
➤ <u>Σιγκαπούρη</u>	<u>σελ. 71-76</u>
<u>Κεφάλαιο 5^ο : Οι ελληνικές ΑΕΕΑΠ</u>	<u>σελ. 77-86</u>
<u>Κεφάλαιο 6^ο : Η επένδυση στα REITs</u>	<u>σελ. 87-98</u>
<u>Κεφάλαιο 7^ο : Απολογισμός – Συμπεράσματα-Προβλέψεις</u>	<u>σελ. 99-111</u>
<u>Βιβλιογραφία</u>	<u>σελ. 112-115</u>

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι η μελέτη του θεσμού των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία, γνωστών παγκοσμίως και ως REITs (Real Estate Investment Trusts). Ο θεσμός των REITs πρωτοεμφανίστηκε τη δεκαετία του 1960 σε κάποιες χώρες του κόσμου (με πρωτοπόρο την Αμερική). Με την πάροδο των χρόνων, ο συγκεκριμένος θεσμός εξελίχθηκε ραγδαία και υιοθετήθηκε από πολλές χώρες παγκοσμίως, με αποτέλεσμα να αποτελεί πλέον ένα σημαντικό επενδυτικό όχημα, το οποίο παρουσιάζει μια σταθερή ανοδική πορεία με καλές προοπτικές για περαιτέρω ανάπτυξη μελλοντικά. Στην Ελλάδα, τα REITs συναντώνται με την μορφή των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) ή Real Estate Investment Company (REICs). Συγκριτικά με άλλες χώρες διεθνώς, οι ΑΕΕΑΠ στην Ελλάδα έχουν αναπτυχθεί και εξελίσσονται, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, κάνοντας αισθητή την παρουσία τους στην επενδυτική κοινότητα, χωρίς όμως να έχουν επιτύχει να γίνουν εξίσου ανταγωνιστικές με τα αντίστοιχα REITs άλλων χωρών.

Με την παρούσα διπλωματική επιχειρείται μια προσπάθεια προσέγγισης του θεσμού των REITs, πρωτίστως ως επενδυτικού μέσου στην αγορά ακινήτων. Μέσω της ανάλυσης των βασικών εννοιών που συνδέονται άρρηκτα με τον συγκεκριμένο θεσμό (ακίνητη περιουσία, αγορά ακινήτων, είδη επενδύσεων) και των εν γένει χαρακτηριστικών των εταιρειών REITs, της παρουσίασης της εξελικτικής τους πορείας στο πέρασμα των χρόνων αλλά και της σημερινής τους μορφής σε διάφορες χώρες του κόσμου καθώς και της μελέτης της επένδυσης στα REITs, γίνεται προσπάθεια κατανόησης του εν λόγω θεσμού ως προς τον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας τους, της επενδυτικής τους αξίας αλλά και του ρόλου τους στην αγορά ακινήτων, επισημαίνοντας την αλληλεπίδραση τους διότι αφενός δημιουργούν τάσεις που συμβάλλουν στις εξελίξεις της αγοράς ακινήτων και αφετέρου επηρεάζονται από τις επικρατούσες συνθήκες της κτηματαγοράς.

Ειδικότερα:

Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύονται βασικές έννοιες, που θεωρούνται απαραίτητες για την μελέτη του θεσμού των REITs όπως η ακίνητη περιουσία, τα βασικά χαρακτηριστικά και η κατηγοριοποίησή της, η αγορά ακινήτων, η εκτίμηση της αγοράς, η χρηματοοικονομική των

ακινήτων, οι επενδύσεις επί της ακίνητης περιουσίας καθώς επίσης και τα είδη των προαναφερόμενων επενδύσεων.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αποδίδεται ο ορισμός των REITs, ενώ αναφέρονται τα βασικά χαρακτηριστικά τους και τα είδη τους.

Στο τρίτο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια ιστορική επισκόπηση του θεσμού των REITs από το 1960 έως το 2010 στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, που θεωρείται η γενέτειρα του εν λόγω θεσμού, με κύριο γνώμονα τις οικονομικές συνθήκες κάθε χρονικής περιόδου, όπως προκύπτουν από τα αντίστοιχα οικονομικά στοιχεία.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των REITs σε συγκεκριμένες χώρες του κόσμου και ειδικότερα στη Γαλλία, στην Αγγλία (Ηνωμένο Βασίλειο), στην Αμερική (ΗΠΑ), στην Ιαπωνία και στη Σιγκαπούρη, με ιδιαίτερη έμφαση στο νομικό και φορολογικό καθεστώς τους.

Το πέμπτο κεφάλαιο αναφέρεται στο θεσμό των ελληνικών ΑΕΕΑΠ.

Στο έκτο κεφάλαιο αναλύεται η επένδυση στα REITs, εστιάζοντας στα πλεονεκτήματα/οφέλη και στα μειονεκτήματα/κινδύνους της συγκεκριμένης επένδυσης, ενώ παράλληλα παρουσιάζονται οι μορφές επενδυτικής πολιτικής και γίνεται ειδικότερη μνεία στην κατηγορία των Blue-Chip REITs.

Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο επιχειρείται ένας μικρός απολογισμός για την πορεία του θεσμού των REITs παγκοσμίως με βάση οικονομικά στοιχεία και οικονομικούς δείκτες ιδίως για την χρονική περίοδο 2015-2020, καταλήγοντας σε συμπεράσματα και κάνοντας προβλέψεις για την μελλοντική εξέλιξη των REITs λαμβάνοντας υπόψιν τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο :

ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Ορισμός

Σύμφωνα με το άρθρο 948 του Αστικού Κώδικα (ΑΚ), ακίνητα πράγματα είναι το έδαφος και τα συστατικά του μέρη. Συστατικό μέρος ενός πράγματος, όπως ορίζει το άρθρο 953 του ΑΚ, χαρακτηρίζεται εκείνο το οποίο δεν μπορεί να αποχωριστεί από το κύριο πράγμα χωρίς να προκαλέσει βλάβη στο ίδιο ή στο κύριο πράγμα και χωρίς να αλλοιώσει την ουσία ή τον προορισμό τους. Κατ' επέκταση, συστατικά ενός ακινήτου θεωρούνται τα πράγματα που έχουν συνδεθεί σταθερά με το έδαφος, ιδίως οικοδομήματα καθώς και προϊόντα του ακινήτου εφόσον συνέχονται με το έδαφος. Διευρύνοντας τον ως άνω νομικό ορισμό, ως ακίνητη περιουσία (real estate) χαρακτηρίζεται η γη με οτιδήποτε είναι μόνιμα και σταθερά συνδεδεμένο σε αυτήν. Η ακίνητη περιουσία και η ακίνητη ιδιοκτησία θεωρούνται συχνά συνώνυμες έννοιες. Ωστόσο, υφίσταται μια σημαντική ειδοποιός διαφορά δεδομένου ότι η πρώτη περικλείει τα στοιχεία που την αποτελούν (γη, οικόπεδο, οικοδομή, κτίσμα, κτήριο), ενώ η δεύτερη περικλείει τα δικαιώματα που απορρέουν από την κατοχή όλων των ανωτέρω στοιχείων και αποκαλούνται κατά το άρθρο 973 του ΑΚ εμπράγματα δικαιώματα. Ειδικότερα, ως εμπράγματα δικαιώματα ορίζονται τα δικαιώματα που παρέχουν «εξουσία άμεση και έναντι όλων πάνω στο πράγμα». Αν και ο ορισμός αυτός από μόνος του δεν είναι πολύ διαφωτιστικός, από τον συνδυασμό των άρθρων 1000,1118,1142,1209,1257 με το άρθρο 973 του ΑΚ προκύπτει ότι το εμπράγματο δικαίωμα είναι εξουσία πάνω στο πράγμα που έχει για ουσιαστικό περιεχόμενο τον πορισμό του συνόλου ή μέρους των ωφελειών του πράγματος, ανάλογα με το είδος του εμπράγματος δικαιώματος (κυριότητα, ψιλή κυριότητα, επικαρπία, νομή). Δηλαδή η έκταση και το περιεχόμενο της εξουσίας αυτής διαφέρουν ανάλογα με το συγκεκριμένο εμπράγματο δικαίωμα. (Γεωργιάδης, 1991).

Χαρακτηριστικά ακίνητης περιουσίας:

Ως σημαντικότερα χαρακτηριστικά της ακίνητης περιουσίας ως έννοιας, θα μπορούσαν να αναφερθούν τα ακόλουθα:

- Είναι μοναδική
- Δεν ρευστοποιείται εύκολα
- Η απόκτησή της προϋποθέτει υψηλό κόστος (τόσο για την συναλλαγή όσο και τα διοικητικά τέλη)
- Παρουσιάζει ποικιλομορφία στα επιμέρους είδη της
- Η εκτίμηση της αξίας της βασίζεται σε διαφορετικές μεθόδους και αλλάζει με βάση την εκάστοτε χρονική περίοδο

Κατηγοριοποίηση ακίνητης περιουσίας:

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί η κατηγοριοποίηση των ακινήτων και τα κριτήρια με βάση τα οποία πραγματοποιείται αυτή, προκειμένου να μπορέσουμε να εμβαθύνουμε παρακάτω στην ανάλυση της αγοράς των ακινήτων καθώς επίσης και στα είδη των επενδύσεων επί της ακίνητης περιουσίας.

Κατά τα ανωτέρω, η ακίνητη περιουσία παρουσιάζει μια έντονη ποικιλομορφία και αποτελείται από ένα γενικότερο σύνολο σχηματισμών. Ωστόσο, η κυριότερη διάκριση της συνίσταται σε 2 βασικές κατηγορίες: α) Γη και β) Κτήρια.

A) ΓΗ

Θεμελιώδης έννοια της ακίνητης περιουσίας είναι η γη. Λειτουργεί αυτοτελώς, αλλά και ως το υπόβαθρο για οποιοδήποτε μελλοντικό κτίσμα/οικοδόμημα, που θα αποτελέσει, ως σύνολο με τη γη, στοιχείο της ακίνητης περιουσίας. Το ποσοστό γης που ενδείκνυται για ανοικοδόμηση και περαιτέρω αξιοποίηση και εκμετάλλευση είναι συγκεκριμένο και περιορισμένο, χωρίς δυνατότητα αύξησής/επέκτασής του πλην εξαιρέσεων (συνένωση όμορων ή γειτονικών οικοπέδων εφόσον πληρούνται οι απαιτούμενες προϋποθέσεις). Φυσικό επακόλουθο του συγκεκριμένου χαρακτηριστικού, ειδικότερα σε πυκνοκατοικημένες περιοχές με έντονη οικονομική δραστηριότητα, είναι η δυσκολία εύρεσης εκτάσεων κενής/ανεκμετάλλευτης γης. Επιπροσθέτως, η γη χαρακτηρίζεται από ετερογένεια και στατικότητα, δεδομένου ότι κάθε τμήμα γης δεν είναι όμοιο με κάποιο άλλο – και βέβαια δεν είναι δυνατό να μετακινηθεί ή να αλλάξει θέση. Επομένως, η αξία της γης προσδιορίζεται από διάφορους παράγοντες με καθοριστικότερο όλων τη χρησιμότητα και τη δυνατότητα αξιοποίησης της, ανταποκρινόμενη πάντα στις ανάγκες της εκάστοτε κοινωνίας.

B) ΚΤΗΡΙΑ

Τα κτήρια, στον αντίποδα, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν περαιτέρω με βασικό γνώμονα τον σκοπό χρήσης τους. Η κυριότερη διάκρισή τους συνίσταται στα οικιστικά (αυτά που προορίζονται για κατοικία) και στα επαγγελματικά (αυτά που προορίζονται για επαγγελματικούς - εμπορικούς σκοπούς). Αξίζει να σημειωθεί ότι τα οικιστικά ακίνητα δεν αποτελούν αμιγώς μορφή «επένδυσης» επί της ακίνητης περιουσίας. Ωστόσο, δεν μπορεί να μην συμπεριληφθεί, εφόσον η πλειοψηφία του πληθυσμού κατέχει τουλάχιστον ένα σπίτι, το οποίο χρησιμοποιεί ως τόπο διαμονής ή το εκμισθώνει. Εντύπωση προκαλεί το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης σε κάποιες χώρες - και ειδικότερα στην Ελλάδα, το οποίο ανέρχεται στο 80%. Τα επαγγελματικά ακίνητα τα οποία προορίζονται για εκμετάλλευση και εξυπηρέτηση εμπορικών σκοπών διακρίνονται περαιτέρω σε υποκατηγορίες όπως (πολυ)καταστήματα, γραφεία, αποθήκες, βιομηχανικοί χώροι, καθεμία από τις οποίες εμφανίζει τα δικά της χαρακτηριστικά και διαμορφώνεται με διαφορετικά κριτήρια.

Αγορά των Ακινήτων

Η αγορά της ακίνητης περιουσίας αποτελεί μια πτυχή του γενικότερου και ευρύτερου συστήματος των αγορών. Συγκεκριμένα, η εν λόγω αγορά χαρακτηρίζεται ως ένας από τους σημαντικότερους δείκτες οικονομικής ανάπτυξης. Ειδικότερα, τα ακίνητα, μετά την δεκαετία του 1990, έχουν αποκτήσει εξέχουσα θέση και με έναν τρόπο έχουν εδραιωθεί στο πλαίσιο των επενδυτικών επιλογών. Η εξέλιξη αυτή αποτυπώνεται μέσω απτών παραδειγμάτων - δηλαδή από ιδιώτες που αγοράζουν διαμερίσματα ή μονοκατοικίες συνήθως για ιδιοκατοίκηση, από εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε επενδύσεις περιουσιακών στοιχείων μεγαλύτερης κλίμακας, μέχρι μεγάλους θεσμικούς επενδυτές που επενδύουν τα κεφάλαια τους σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας υψηλής χρηματικής αξίας. Εν ολίγοις, η ακίνητη περιουσία σε παγκόσμιο επίπεδο έχει εξελιχθεί και παγιωθεί ως ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τις αγορές και την οικονομία εν γένει.

Ωστόσο, για να μπορεί να γίνει κατανοητή η επένδυση στην ακίνητη περιουσία, πρέπει προηγουμένως να αναλυθεί ο τρόπος δημιουργίας της αξίας επί της ακίνητης περιουσίας. Η δημιουργία αξίας επί των ακινήτων θεωρείται μία από τις σημαντικότερες παραμέτρους, θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως καταλυτική, όσον αφορά τις επενδύσεις. Σύμφωνα με το

διάγραμμα του Bacow (1990), η διαδικασία δημιουργίας αξίας περιλαμβάνει έξι (6) στάδια , ξεκινώντας από τη συγκέντρωση των εκτάσεων γης και καταλήγοντας στη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας ως επενδυτικό στοιχείο ενός χαρτοφυλακίου, από τη σκοπιά του θεσμικού επενδυτή. Αναλυτικότερα:

1^ο στάδιο (Land Assemblage) : Αρχικά, πραγματοποιείται η συγκέντρωση εκτάσεων γης και ειδικότερα γειτονικών εδαφικών τμημάτων προκειμένου να δημιουργηθεί μεγαλύτερη επιφάνεια γης, η οποία θα καταστεί διαθέσιμη προς αξιοποίηση σε μεγάλα έργα. Τέτοιου είδους έργα χαρακτηρίζονται επί το πλείστον οι κατασκευές μεγάλων εμπορικών καταστημάτων. Εξαιτίας του γεγονότος ότι υφίσταται δυσχέρεια στην εύρεση μιας μεγάλης ενιαίας εκτάσεως γης, αξιοποιήσιμης στο σύνολό της, τις περισσότερες φορές συνενώνονται τμήματα μικρότερης επιφάνειας με σκοπό τη δημιουργία της επιθυμητής επιφάνειας.

2^ο στάδιο: (Horizontal Development): Σε αυτό το στάδιο πραγματοποιείται η προετοιμασία της υποδομής των οικοδομημάτων (μελέτες, κατόψεις, τοπογραφικά διαγράμματα, εγκρίσεις από πολεοδομική αρχή, έκδοση αδειών οικοδομής) και ειδικότερα η σύσταση οριζοντίων ιδιοκτησιών.

3^ο στάδιο (Vertical Development): Αποτελεί το στάδιο της κάθετης ανάπτυξης, η οποία περιλαμβάνει την κατασκευή των κτηρίων προς αξιοποίηση. Γι' αυτόν τον λόγο, ενεργό συμμετοχή στο παρόν στάδιο έχουν μηχανικοί, εργολάβοι, τράπεζες προκειμένου να ξεκινήσει και να ολοκληρωθεί η κατασκευή των κτηρίων.

4^ο στάδιο (Leasing/ Sales): Το τέταρτο στάδιο αφορά στην ενοικίαση ή την πώληση της νεοσύστατης ακίνητης περιουσίας.

5^ο και 6^ο στάδιο (Asset management & Investment Asset): Τα δύο τελευταία στάδια περιλαμβάνουν τη διαχείριση των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων καθώς και τις επενδυτικές κινήσεις αναφορικά με αυτά. Στην προκειμένη φάση, μεσίτες και χρηματοδότες/δανειστές διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαχείριση και εκμετάλλευση της ακίνητης περιουσίας με απώτερο σκοπό τη δημιουργία εισοδήματος.

Παρουσιάζοντας το συγκεκριμένο μοντέλο - το οποίο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί αρκετά απλοποιημένο και ενδεχομένως υστερεί να αποδώσει με ακρίβεια την πραγματικότητα, ωστόσο αποτελεί ένα κατανοητό παράδειγμα για να μπορέσουμε να επιτύχουμε μια καλή προσέγγιση της δομής της αγοράς ακινήτων σε πρώτο επίπεδο. Εν γένει, σημαντικό

χαρακτηριστικό της αγοράς ακινήτων είναι η συμμετοχή και δράση ενός συνόλου προσώπων, φυσικών και νομικών, όπως χρηματοδοτικά ιδρύματα, κατασκευαστικές εταιρείες, εταιρείες διαχείρισης ακινήτων, θεσμικοί επενδυτές, δικηγόροι, συμβολαιογράφοι, αρχιτέκτονες, μεσίτες και διαφημιστές, τα οποία συντελούν, αναλόγως της ιδιότητας τους, σε όλες τις φάσεις της συγκεκριμένης αγοράς από την δημιουργία και την κατασκευή μέχρι την αξιοποίηση και την επένδυση.

Εκτίμηση της αγοράς

Με τον όρο εκτίμηση της αγοράς εννοούμε την διαδραστική διαδικασία, η οποία διεξάγεται σε οικονομικό επίπεδο, με άξονα την ακίνητη περιουσία, και επικεντρώνεται πρωτίστως στην ανίχνευση των παραγόντων που επηρεάζουν και καθορίζουν την τιμή, δευτερευόντως στην ερμηνεία και ανάλυση των παραγόντων αυτών, και τέλος στον αντίκτυπο της επίδρασής τους στην δημιουργούμενη αξία.

Ανάμεσα στους παράγοντες που καθορίζουν την τιμή των ακινήτων περιουσιακών στοιχείων στην αγορά συμπεριλαμβάνονται - εκτός από την προσφορά και τη ζήτηση - το επίπεδο σταθερότητας και ανταγωνισμού αλλά και η αλληλεπίδραση των ποικίλων οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών εξελίξεων και συνθηκών. Ως επί το πλείστον, η τιμή αγοράς των ακινήτων αντικατοπτρίζει την αναγνώριση της χρησιμότητας της στην ευρύτερη οικονομία - παρά τη αυτούσια φυσική της κατάσταση. Εντούτοις, η χρησιμότητα της ακίνητης περιουσίας σε κάθε άτομο διαφοροποιείται σε σχέση με την χρησιμότητα που αναγνωρίζει και αποδέχεται η ευρύτερη αγορά.

Σημαντικός δείκτης της διαμορφούμενης τιμής στην αγορά θεωρείται η αγοραία/εμπορική αξία, η οποία αντιπροσωπεύει το χρηματικό ποσό την ημέρα της εκτίμησης βάσει του οποίου η ακίνητη περιουσία θα αποτελέσει αντικείμενο συναλλαγής εξ' αποστάσεως μεταξύ ενός δυνητικού αγοραστή και ενός δυνητικού πωλητή. Βασική προϋπόθεση είναι ότι η όποια συναλλαγή διεξάγεται κατόπιν κατάλληλης προώθησης και μάρκετινγκ και τα δύο συμβαλλόμενα μέρη πράττουν ενσυνείδητα και χωρίς εξαναγκασμό. Πάντως, οι αγοραίες αξίες διαμορφώνονται με βάση τις πληροφορίες και τα στοιχεία που αφορούν διαφορετικά αλλά συγκρίσιμα τμήματα ακίνητης περιουσίας, καθώς και τις διαφαινόμενες τάσεις της αγοράς. Επομένως, δεν πρόκειται για μια πραγματική συναλλαγή που εκτελείται την ημέρα της εκτίμησης αλλά για μια εκτίμηση της αγοραίας τιμής του ακινήτου κατά την ημέρα της εκτίμησης. Με άλλα λόγια, η εκτιμώμενη αξία περιλαμβάνει το χρηματικό ποσό μίας εν

δυνάμει συναλλαγής αγοραπωλησίας - χωρίς ωστόσο να προκαθορίζει την τελική τιμή πώλησης του ακινήτου. [TEGOVA (2020) European Valuation Standards (EVS), <https://www.tegova.org/en/p5fa0280f9d296>]

Χρηματοοικονομική των ακινήτων

Οι δύο βασικοί πυλώνες στους οποίους στηρίζεται η χρηματοοικονομική των ακινήτων είναι οι ακόλουθοι:

1. Δάνεια-Υποθήκες: Κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών παρατηρήθηκε η διεύρυνση της χρηματοδότησης από τα τραπεζικά ιδρύματα, μέσω στεγαστικών δανείων. Με αυτόν τον τρόπο, παρέχεται η δυνατότητα ακόμα και σε ιδιώτες που κατατάσσονται σε χαμηλές εισοδηματικές τάξεις να αποκτήσουν ακίνητη περιουσία, ιδίως για ιδιοκατοίκηση, με τη χορήγηση στεγαστικού δανείου. Με την σειρά τους, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανέπτυξαν την τυποποίηση και πώληση των δανείων (μέσω τιτλοποίησης των απαιτήσεων) σε διάφορους κρατικούς ή ιδιωτικούς οργανισμούς.
 2. Επένδυση σε ακίνητα: Ο θεσμός των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία τα τελευταία χρόνια παρουσιάζει ταχύτατους ρυθμούς ανάπτυξης, προσελκύοντας το ενδιαφέρον των επενδυτών. Το βασικότερο κίνητρο αποτελεί αφενός η εξασφάλιση του κεφαλαίου αλλά και η διατήρηση και αύξηση της επενδυτικής αξίας μακροπρόθεσμα, ανεξαρτήτως των διακυμάνσεων του πληθωρισμού.
- Συνοπτικά, οι επενδυτικοί στόχοι από την απόκτηση ακίνητης περιουσίας κατευθύνονται αρχικά στην αύξηση του τρέχοντος και μελλοντικού εισοδήματος, καθώς και στην αύξηση της αξίας (δημιουργία υπεραξίας). Αναφορικά με την αύξηση του τρέχοντος ή μελλοντικού εισοδήματος, ο ιδιοκτήτης της ακίνητης περιουσίας αποβλέπει στην εκμετάλλευση μέσω της εκμίσθωσης. Το παραγόμενο εισόδημα από την ακίνητη περιουσία (ενοίκιο) προορίζεται είτε για άμεση κατανάλωση είτε για μελλοντική. Η επίτευξη εισοδήματος επιτυγχάνεται μέσω σταθερών αποδόσεων που κινούνται στο πλαίσιο της αγοράς. Από την άλλη πλευρά, η δημιουργία υπεραξίας στην οποία στοχεύουν οι επενδυτές προέρχεται από την αύξηση της τιμής μεταπώλησης με σκοπό την επίτευξη κεφαλαιακού κέρδους. (Suárez,2009)

Γενικότερα, ως πηγές των αποδόσεων των ακινήτων θεωρούνται οι ακόλουθες:

- Φορολογικές απαλλαγές (Tax Shelter): Προέρχονται από την έκπτωση δανειακών τόκων και αποσβέσεων από το φορολογητέο εισόδημα, ή από την τυχόν παροχή κρατικών επιδοτήσεων.
- Χρηματικές εισροές (Cash Flows): Προκύπτουν από την αφαίρεση των λειτουργικών δαπανών και τυχόν τοκοχρεωλυσίων, από τα μισθώματα.
- Δημιουργία υπεραξίας (Equity gains): Όπως προκύπτει, από την αύξηση της τιμής (λογιστικής ή/και αγοραίας) του ακινήτου.
- Δημιουργία ιδίων κεφαλαίων (Equity build up): Πραγματοποιείται λόγω της αποπληρωμής των χρεολυσίων.

Περαιτέρω, οι προαναφερόμενοι τύποι αποδόσεων μπορούν να διακριθούν με κριτήριο τον χρόνο πραγματοποίησης τους σε:

- Χρηματικές εισροές μετά φόρων: Αφορούν το σύνολο που προκύπτει εφόσον στις προ φόρων εισροές προστεθούν οι φορολογικές απαλλαγές και αφαιρεθούν οι καταβληθέντες φόροι.
- Υπόλοιπες εισροές μετά φόρων: Αφορούν το άθροισμα της υπεραξίας και των τυχόν χρεολυσίων που έχουν αποπληρωθεί.

Χαρακτηριστικά επένδυσης και είδη επενδύσεων επί ακίνητης περιουσίας

Η επένδυση επί ακίνητης περιουσίας έχει ως βασικό σημείο αναφοράς τη δέσμευση κεφαλαίων τα οποία θα αποδώσουν μελλοντικά οφέλη είτε με τη μορφή κέρδους επί των κεφαλαίων, είτε με είσπραξη των εισοδημάτων, είτε με το συνδυασμό των ως άνω. Η αίσθηση ασφάλειας που αποπνέει η ακίνητη περιουσία υπό το επενδυτικό πρίσμα στην εξασφάλιση των κεφαλαίων και των εισοδηματικών ροών εντός του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος (το οποίο ενίοτε χαρακτηρίζεται αβέβαιο και ασταθές) σε συνδυασμό με την ολοένα αυξανόμενη τάση δημιουργίας υψηλών αποδόσεων, λειτούργησαν ως κίνητρο στους επενδυτές να την θεωρούν ελκυστικό και προσοδοφόρο εργαλείο επένδυσης, συγκριτικά με τις προηγούμενες δεκαετίες. Κατά κύριο λόγο, στην αγορά ακινήτων οι θεσμικοί επενδυτές θεωρούνται πρωτίστως οι

μεγαλύτεροι και σημαντικότεροι επενδυτές. Ακολουθούν οι εταιρείες ιδιοκτησίας ακίνητης περιουσίας και έπονται όλοι οι υπόλοιποι όπως τα διάφορα είδη «ιδιοκτησιακών οχημάτων» γνωστά και ως “pooled vehicles” (<https://smartasset.com/investing/pooled-investment-vehicle>).

Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της ακίνητης περιουσίας αποτελεί η μη προκαθορισμένη δομή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της. Ήτοι, η επένδυση σε αυτήν μπορεί να διακριθεί σε ατομικό καθεστώς ιδιοκτησίας, σε συλλογικό (συμπεριλαμβανομένου και του καθεστώτος διαχείρισης) καθώς και σε επίπεδο χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, δεδομένης της μοναδικότητας εκάστου τμήματος ιδιοκτησίας, θεωρείται ανέφικτο να υπάρξει χαρτοφυλάκιο ακίνητης περιουσίας εντελώς όμοιο με άλλων (ανταγωνιστών ή μη) επενδυτών. Όμως, η ακαθόριστη αυτή μορφή της, προϋποθέτει ένα υψηλό ποσό δεσμευόμενου κεφαλαίου προκειμένου να δημιουργηθεί ένα επαρκώς διαφοροποιημένο και ανταγωνιστικό χαρτοφυλάκιο. Επιπροσθέτως, η μοναδικότητα κάθε ακινήτου σε ατομικό καθεστώς ιδιοκτησίας συνεπάγεται εκ μέρους του επενδυτή περισσότερη προεργασία και μεγαλύτερη ευθύνη, ώστε να ελεγχθεί και να διαπιστωθεί η πραγματική αλλά και η νομική του κατάσταση. Σημαντικό - επίσης - χαρακτηριστικό της αγοράς ακινήτων είναι η ετερογένεια και η «στατικότητα» των περιουσιακών της στοιχείων, με αποτέλεσμα να θεωρείται ανέφικτη η δημιουργία μιας κεντρικής αγοράς όπου διεξάγονται εμπορικές συναλλαγές επί καθημερινής βάσεως, αντίστοιχης με εκείνης της αγοράς μετοχών. Συνεπώς, δεν προκαθορίζεται μια συγκεκριμένη τιμή αγοραπωλησίας μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών. Μια δυνητική τιμή αγοραπωλησίας, η οποία και θα αποτελέσει την αφετηρία των διαπραγματεύσεων μεταξύ πωλητή και αγοραστή-επενδυτή, υπολογίζεται με βάση είτε την ήδη υπάρχουσα πληροφόρηση για ακίνητα που παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά, είτε τις εκτιμήσεις της αγοράς. Σε κάθε περίπτωση, η τιμή εκκίνησης και διαμόρφωσης της πρώτης προσφοράς, η οποία μετά από μια σειρά διαβουλεύσεων θα καταλήξει στην τελική τιμή για μια συναλλαγή αγοραπωλησίας ακινήτου, αντικατοπτρίζει πάντα τον σφυγμό της αγοράς.

Είδη επένδυσης σε ακίνητη περιουσία: Άμεση και Έμμεση

Άμεσες επενδύσεις

Με τον όρο άμεση επένδυση επί ακίνητης περιουσίας αποτυπώνεται η απόκτηση και κατοχή ενός ακινήτου περιουσιακού στοιχείου. Ανάλογα με το μέγεθος και το είδος της επένδυσης, παρατηρείται διαφοροποίηση των μορφών άμεσης επένδυσης επί της ακίνητης περιουσίας, οι

οποίες διακρίνονται στις ακόλουθες 4 κατηγορίες: 1) αγοραπωλησίες κατοικιών, 2) αγοραπωλησίες οικοπέδων - εκτάσεων γης, 3) αξιοποίηση και ανάπτυξη γης (π.χ διαχωρισμός γης, σύσταση καθέτων ιδιοκτησιών και ανοικοδόμηση κτηρίων σε κάθε κάθετη ιδιοκτησία) και 4) εκμίσθωση ακίνητης περιουσίας.

Διακριτικό χαρακτηριστικό της άμεσης επένδυσης επί ακινήτων αποτελεί η έλλειψη ρευστότητας. Η ακίνητη περιουσία δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα άμεσα εμπορεύσιμο περιουσιακό στοιχείο - συγκριτικά με τις μετοχές ή τα ομόλογα. Στον αντίποδα, οι αποδόσεις των ακινήτων περιουσιακών στοιχείων κρίνονται σε σημαντικό βαθμό περισσότερο σταθερές από τις αντίστοιχες άλλων επενδύσεων. Επομένως, η ακίνητη περιουσία θεωρείται ένα σταθερό και ασφαλές περιουσιακό στοιχείο.

Βεβαίως, κατά γενική ομολογία, η υψηλή μεταβλητότητα που διακρίνει τις επενδύσεις σε κινητές αξίες, όπως οι μετοχές, είναι το τίμημα για την εξασφάλιση άμεσης ρευστοποίησης. Επίσης, η μεταβλητότητα οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου είναι χαμηλότερη εάν το περιουσιακό στοιχείο αποτιμάται σπάνια. Οι μετοχές αποτιμώνται καθημερινά, ενώ η ακίνητη περιουσία αποτιμάται λιγότερο συχνά και η αποτίμησή της δεν μπορεί να θεωρηθεί απόλυτα ακριβής, εξαιτίας του μεγάλου αριθμού αγοραπωλησιών που διεξάγονται καθημερινά μεταξύ ιδιωτών. Ανεξαρτήτως όμως αυτού, οι επενδύσεις σε κινητές αξίες εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται περισσότερο ασταθείς συγκριτικά με τις άμεσες επενδύσεις επί ακινήτων. Εξάλλου, η επένδυση επί ακινήτων περιουσιακών στοιχείων συνεπάγεται υψηλό κόστος, δεδομένων των δαπανών που ανακύπτουν από την αγορά ή συντήρηση των ακινήτων. Ειδικότερα στην περίπτωση μιας επικείμενης αγοραπωλησίας, το υψηλό κόστος συναλλαγής επιβαρύνει τόσο τον αγοραστή όσο και τον πωλητή. Εκτός από την υψηλή φορολόγηση, η μεταβίβαση του δικαιώματος κυριότητας επί ενός ακινήτου συνεπάγεται επιπροσθέτως νομικά έξοδα, πιθανή αμοιβή μεσιτείας και διοικητικά έξοδα (φόρο μεταβίβασης συν λοιπά τέλη).

Ένα άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία της ακίνητης περιουσίας είναι ετερογενή. Παραδοσιακά, έχει ειπωθεί ότι οι τρεις παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά ακινήτων είναι «η θέση, η θέση και η θέση», αν και στην πράξη αποδεικνύεται ότι η κτηματαγορά επηρεάζεται από ένα μεγαλύτερο αριθμό παραγόντων. Περαιτέρω, μέσω της άμεσης επένδυσης επί των ακινήτων οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν να εκμεταλλευθούν την δυνατότητα οικονομικής μόχλευσης, με την δυνατότητα δημιουργίας εισοδήματος (σχετικά) εγγυημένης απόδοσης και την μείωση του επενδυτικού κινδύνου λόγω της χαμηλής μεταβλητότητας των τιμών. Τα οφέλη από τη χρήση της μόχλευσης ενισχύονται από το

γεγονός ότι οι τόκοι αποπληρωμής των δανείων εκπίπτουν φορολογικά. Ένα άλλο εξίσου σημαντικό φορολογικό πλεονέκτημα είναι ότι η λογιστική αξία της ακίνητης περιουσίας μειώνεται ετησίως (φορολογική απόσβεση). Αυτή η μείωση της αξίας μπορεί επίσης να καταγραφεί ως φορολογική δαπάνη. Ωστόσο, αυτό συνεπάγεται την αύξηση του φορολογητέου κέρδους από την κατοχή της ακίνητης περιουσίας, αλλά ταυτόχρονα επιδρά ευνοϊκά στα προσαρμοσμένα από άποψη χρόνου ποσοστά απόδοσης. (Suárez, 2009)

Έμμεσες επενδύσεις

Υπάρχουν δύο κύρια «οχήματα» για την έμμεση επένδυση στην ακίνητη περιουσία: τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας και οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας. Εν γένει, οι έμμεσες επενδύσεις φέρεται να παρουσιάζουν περισσότερα πλεονεκτήματα έναντι των άμεσων επενδύσεων. Ορισμένα από τα πλεονεκτήματα αυτά σχετίζονται: **με την κλίμακα** (σε μια έμμεση επένδυση, ως επί το πλείστον οι εταιρείες ακινήτων τοποθετούν μεγάλα κεφάλαια (μεγάλη κλίμακα), ενώ παράλληλα οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να εξαγοράσουν συμμετοχή μικρού μεγέθους **με την διαφοροποίηση** (μια επένδυση σε ένα έμμεσο όχημα σημαίνει επένδυση σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο) **και με την επαγγελματική διαχείριση**. Ωστόσο, οι έμμεσες επενδύσεις εμφανίζουν και μειονεκτήματα. Παραδείγματος χάριν, οι εισηγμένες εταιρείες ακινήτων περιουσιών ενδέχεται να επηρεαστούν από τις επικρατούσες συνθήκες στις χρηματιστηριακές αγορές, σε συνδυασμό με την μεταβλητότητα των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων.

Στον αντίποδα, παρατηρούνται πολλές διαφορές μεταξύ των εταιρειών ακινήτων και των αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας. Μάλιστα, αποτελεί αντικείμενο μιας συνεχούς συζήτησης ποιο από τα δύο είδη επένδυσης κρίνεται καλύτερο τόσο σε επίπεδο ιδιωτών όσο και σε επίπεδο θεσμικών επενδυτών. Μέχρι ενός σημείου η συζήτηση αποδεικνύεται άσκοπη, διότι καθένα από τα δύο είδη θα μπορούσε να αναδειχτεί ως η καλύτερη επιλογή ανάλογα με τους στόχους του κάθε επενδυτή. Άλλωστε, μέχρι πολύ πρόσφατα, και οι δύο κατηγορίες ‘επενδυτικών οχημάτων’ επωφελήθηκαν από την υψηλή διαθεσιμότητα κεφαλαίων και των υψηλών αποδόσεων. Ειδικότερα, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν ενταχθεί σε ένα καλύτερο νομικό πλαίσιο και διέπονται από ευνοϊκές φορολογικές ρυθμίσεις, ενώ παράλληλα οι επενδυτικές τους πολιτικές προσαρμόστηκαν με τέτοιο τρόπο ώστε να ανταποκριθούν στις ανάγκες ενός άλλου τμήματος της Επενδυτικής Κοινότητας. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες

ακίνητης περιουσίας σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες αλλά και παγκοσμίως υιοθέτησαν τη νομική μορφή των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ), γνωστών και ως Real Estate Investment Trusts (REITs). (Suárez, 2009)

Οι εταιρείες REITs, που αποτελούν και το αντικείμενο μελέτης της εν λόγω εργασίας, στοχεύουν στις χρηματιστηριακές αγορές. Σε ορισμένες περιπτώσεις, όταν συγκρίνονται οι δύο κατηγορίες επενδυτικών μέσων, διακρίνονται σε δημόσια (εισηγμένες εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία) και σε ιδιωτικά (αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας). Οι εισηγμένες εταιρείες βρίσκονται σε καθημερινή διαπραγμάτευση και αντικατοπτρίζουν τις συνθήκες της αγοράς κάθε στιγμή, με αποτέλεσμα να επηρεάζονται άμεσα από τις αλλαγές που ενδεχομένως να επέλθουν σε κάποιους τομείς δραστηριότητας της βιομηχανίας ακινήτων παγκοσμίως.

Μια άλλη σημαντική κατηγορία θεσμικών επενδυτών είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Ενώ εκ πρώτης όψεως δεν θεωρούνται ως τα καταλληλότερα έμμεσα επενδυτικά οχήματα/μέσα τόσο για τους ιδιώτες όσο και για τους υπόλοιπους θεσμικούς επενδυτές, ωστόσο συνδέονται άμεσα με τις επενδύσεις επί των ακινήτων. Αξίζει να σημειωθεί ότι και οι δύο θεσμικοί φορείς αν και επενδύουν ένα μικρό ποσοστό των χαρτοφυλακίων τους στην ακίνητη περιουσία, ακολουθώντας διαφορετικές επενδυτικές πολιτικές μεταξύ των χωρών διεθνώς, ωστόσο και αυτό το μικρό ποσοστό των τεράστιων χαρτοφυλακίων τους με το οποίο συμμετέχουν στην κτηματαγορά ενδέχεται να διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη των συνθηκών της αγοράς και οι πιθανές διακυμάνσεις τους θα μπορούσαν να επιφέρουν σημαντικές επιπτώσεις στις αγορές ακινήτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2º:

REITs

Ορισμός:

Κατά γενική ομολογία, η άμεση επένδυση επί της ακίνητης περιουσίας θεωρείται ακριβή και χρονοβόρα. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές που επιδιώκουν να βελτιώσουν την απόδοση του χαρτοφυλακίου τους μέσω του θεσμού επενδύσεων επί ακινήτων, επιλέγουν να πραγματοποιούν έμμεσες επενδύσεις σε αυτά. Αυτό επιτυγχάνεται είτε επενδύοντας στα ονομαζόμενα REITs (Real Estate Investment Trusts) είτε στα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας (ΑΚΑΠ).

Εστιάζοντας στον θεσμό των REITs, πρόκειται για εταιρείες επενδύσεων κλειστού τύπου που παρέχουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να επενδύσουν σε αγορές που σχετίζονται με την ακίνητη περιουσία. Σύμφωνα με τον επίσημο ορισμό του διεθνούς οργανισμού Nareit (National Association of Real Estate Investment Trusts), τα REITs είναι εταιρείες που κατέχουν, διαχειρίζονται και χρηματοδοτούν την ακίνητη περιουσία με απώτερο σκοπό την επίτευξη δημιουργίας εισοδήματος. Τα REITs επιτρέπουν σε οποιονδήποτε να επενδύσει σε χαρτοφυλάκια ακινήτων περιουσιακών στοιχείων με τον ίδιο τρόπο που επενδύουν σε άλλους κλάδους όπως για παράδειγμα μέσω της αγοράς μεμονωμένων μετοχών μίας εταιρείας ή μέσω ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ή ενός διαπραγματεύσιμου αμοιβαίου κεφαλαίου (Exchange Traded Fund, ETF). Οι μέτοχοι ενός REIT κερδίζουν ένα μερίδιο του εισοδήματος που παράγεται μέσω της επένδυσης επί ακινήτων περιουσιών - χωρίς πραγματικά να πρέπει οι ίδιοι αυτοπροσώπως να βγουν και να αγοράσουν, να διαχειριστούν ή να χρηματοδοτήσουν κάθε ακίνητο περιουσιακό στοιχείο ξεχωριστά ή στο σύνολό τους. (<https://www.reit.com/what-reit>)

Με άλλα λόγια, τα REITs επιτρέπουν στους επενδυτές να επιτύχουν τη συγκέντρωση του κεφαλαίου τους είτε για άμεση είτε για έμμεση επένδυση επί ακινήτων, επωφελούμενοι παράλληλα από τα πλεονεκτήματα που κατέχουν φυσικά και νομικά πρόσωπα, μεγάλου οικονομικού βεληνεκούς, τα οποία επενδύουν άμεσα στην ακίνητη περιουσία. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της εν λόγω επένδυσης συνίστανται πρωτίστως στα οφέλη από

το ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς των εταιρειών και δευτερευόντως στα οφέλη από την διαχείριση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου ακίνητων περιουσιακών στοιχείων.

Πέραν όλων αυτών, μέσω του θεσμού των REITs, προστίθεται σταθερότητα στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Τα ακίνητα, ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, θεωρούνται κατεξοχήν σημαντικό μέσο για την αντιστάθμιση κινδύνου και, κατά τις περισσότερες χρονικές περιόδους της πορείας των αγορών, οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν χαμηλότερη διακύμανση συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις διάφορων άλλων κατηγοριών.

Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι τα REITs παρέχουν σημαντικές αποδόσεις μερισμάτων, οι οποίες έχουν υπερβεί τις αποδόσεις των περισσότερων εισηγμένων μετοχών, όπως έχει καταγραφεί κατά την πάροδο του χρόνου, καθιστώντας τα την ιδανική επένδυση (ideal investment) για ένα ατομικό λογαριασμό συνταξιοδότησης (Individual Retirement Account IRA) ή οποιοδήποτε άλλο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Ωστόσο, σε αντίθεση με την πλειοψηφία των επενδύσεων υψηλής απόδοσης, οι μετοχές των REITs παρουσιάζουν μεγαλύτερη πιθανότητα αύξησης της αξίας τους κατά κανόνα μακροπρόθεσμα, διότι τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία τους δημιουργούν υψηλότερες ταμειακές αποδόσεις, οι αξίες τους αυξάνονται (αργά αλλά σταθερά), ενώ σταδιακά προστίθενται νέα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία στο χαρτοφυλάκιο τους.

Επιπροσθέτως, το Διοικητικό Συμβούλιο ενός REIT θεωρείται ότι επιτελεί επιτυχώς το έργο του, όταν η ανάληψη επενδυτικών ρίσκων πραγματοποιείται εφόσον αποτιμηθεί πρωτίστως το ποσοστό του επενδυτικού κινδύνου. Προς την κατεύθυνση αυτή συνηγορεί το γεγονός ότι τα REITs, εξ ορισμού, οφείλουν να καταβάλουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους στα μετοχικά μερίσματα, και ως εκ τούτου οι αποφάσεις που αφορούν νέες επενδυτικές κινήσεις πρέπει να λαμβάνονται με γνώμονα τη σύνεση και τη διορατικότητα. Είναι βασική αρχή της λειτουργίας των REITs να διαχειρίζονται την ακίνητη περιουσία τους με τέτοιο τρόπο ώστε να παράγουν σταθερό εισόδημα, να ενδιαφέρονται για την ανάπτυξη του χαρτοφυλακίου τους, να επιδιώκουν την αύξηση της αξίας των ακινήτων και των ταμειακών ροών ενώ παράλληλα να αξιοποιούν άμεσα τις νέες ευκαιρίες που παρουσιάζονται στο πλαίσιο της αγοράς.

Συνοψίζοντας, η ουσία του θεσμού των REITs αποτυπώνεται στον ορισμό που έδωσε ο Stan Ross, πρώην διευθύνων εταίρος της Ernst & Young Real Estate Group, λέγοντας ότι "Είναι πραγματικές εταιρείες που μπορούν να εκμισθώνουν, να διαχειρίζονται, να ανακαινίζουν, να

γκρεμίζουν, να ξαναχτίζουν τα ακίνητα τους και εν γένει να αναπτύσσονται από το μηδέν (Block, 2012).

Βασικά Χαρακτηριστικά

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να διαχωριστούν τα βασικά χαρακτηριστικά σε: 1) Ουσιαστικά και 2) Τυπικά.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του παγκόσμιου αντιπροσωπευτικού φορέα των REITs (<https://www.reit.com/what-reit/reit-basics>), που εδρεύει στην Αμερική, την χώρα όπου ιδρύθηκε και ξεκίνησε ο θεσμός των εταιρειών ακίνητης περιουσίας, ως σημαντικότερες βασικές αρχές των εταιρειών REITs αποδίδονται οι ακόλουθες:

- **Ρευστότητα:** Οι εταιρείες REITs παρέχουν τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά όπως οι μετοχές και τα αμοιβαία κεφάλαια, ευκαιρίες για ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων τους ανά τακτά χρονικά διαστήματα καθώς και δυνατότητα εξισορρόπησης του χαρτοφυλακίου των επενδυτών.
- **Ετερογένεια:** Τα REITs εμφανίζουν χαμηλότερη μεταβλητότητα συγκριτικά με τις μετοχές και τα ομόλογα, ενώ οι αποδόσεις τους, οι οποίες είναι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, κρίνονται υψηλότερες. Τέλος, εστιάζουν στις επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία (ακίνητα).
- **Διαφάνεια:** Για να εξασφαλίζεται η διαφανής λειτουργία των REITs, θα πρέπει η εταιρική διακυβέρνηση να αποσκοπεί πρωτίστως στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων της, ενώ θα πρέπει να υποβάλλονται και να δημοσιοποιούνται οι ελεγχμένες οικονομικές καταστάσεις τους σε ετήσια βάση.
- **Απόδοση Μερισμάτων:** Οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας εστιάζουν στην διανομή των μερισμάτων στους μετόχους, διαθέτοντας - όπως ο νόμος ορίζει στην πλειοψηφία των χωρών παγκοσμίως - το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματος τους για τον σκοπό αυτό και έτσι επιτυγχάνεται συσσώρευση πλούτου. Η κυριότερη πηγή εισοδήματος προέρχεται από τα ενοίκια των ακινήτων, μια σταθερή πηγή εισοδήματος, ενώ ταυτόχρονα παρατηρείται μειωμένη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου.
- **Αποδόσεις:** Όσον αφορά τον συγκεκριμένο τομέα, αξίζει να σημειωθεί ότι οι αποδόσεις των REITs είναι σαφώς υψηλότερες σε σύγκριση με τις αντίστοιχες των

εταιρικών ομολόγων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι οι συνολικές αποδόσεις των REITs στην Αμερική κυμαίνονται πάνω από τον αμερικανικό χρηματιστηριακό δείκτη Standard and Poors (S&P 500) τα τελευταία 25 χρόνια

Αναφορικά με την τυπική δομή των εταιρειών REITs, θα πρέπει να πληρούνται τα εξής κριτήρια, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα (<https://www.investopedia.com/terms/r/reit.asp>). Ειδικότερα:

- Να υπάγεται στη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας και να υπόκειται στο αντίστοιχο φορολογικό καθεστώς.
- Να διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ)
- Οι μετοχές της να είναι πλήρως μεταβιβάσιμες
- Ο αριθμός των μετόχων να ανέρχεται τουλάχιστον στους 100
- Δεν επιτρέπεται 5 ή λιγότεροι μέτοχοι να κατέχουν πάνω από το 50% του μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια του τελευταίου εξαμήνου του οικονομικού έτους
- Το 75% του ενεργητικού της εταιρείας να έχει επενδυθεί σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία
- Το 75% του ακαθάριστου εισοδήματος της να προέρχεται είτε από τα μισθώματα των ακινήτων είτε από τους τόκους υποθηκών επί των ακινήτων
- Μέχρι το 20% του ενεργητικού της να αποτελείται από μετοχές φορολογούμενων θυγατρικών της εταιρείας.
- Το 90% του φορολογητέου εισοδήματος πρέπει να διανέμεται ως μέρισμα στους μετόχους της.

Τύποι των REITs

Η επενδυτική πολιτική, η γεωγραφική θέση και το είδος των ακινήτων αποτελούν τους τρεις βασικούς πυλώνες γύρω από τους οποίους διαμορφώνεται η κατηγοριοποίηση των REITs.

Ειδικότερα:

1) Κατηγορίες με κριτήριο την επενδυτική πολιτική

- **Equity REITs (Μετοχικά) :** Τα Equity REITs είναι ως επί το πλείστον εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες ακινήτων που κατέχουν ή διαχειρίζονται ακίνητα περιουσιακά στοιχεία όπως κτίρια γραφείων, εμπορικά κέντρα και πολυκατοικίες, τα οποία αποφέρουν εισόδημα κυρίως μέσω της εκμίσθωσής τους σε ενδιαφερόμενους μισθωτές. Για την ακρίβεια, τουλάχιστον το 75% του ενεργητικού τους αποτελείται από τις ιδιοκτησίες που προορίζονται για εκμετάλλευση και αξιοποίηση. Εφόσον προηγηθεί η αποπληρωμή των λειτουργικών εξόδων των ακινήτων, έπεται η διανομή του μεγαλύτερου μέρους του ετησίου εισοδήματος - ήτοι το 90% - στους μετόχους τους ως μερίσματα. Επιπροσθέτως, τα μετοχικά REITs αντλούν έσοδα και από την μεταπώληση ακινήτων, στοχεύοντας στην δημιουργία υπεραξίας.

Επειδή η πλειοψηφία των εταιριών αυτών λειτουργούν ως μετοχικά REITs, επομένως η αναφορά σε REITs στον χώρο της αγοράς παραπέμπει στον συγκεκριμένη κατηγορία. Αποδεδειγμένα τα μετοχικά REITs εξελίσσονται ολοένα και περισσότερο σε εταιρείες ακίνητης περιουσίας που επικεντρώνονται σχεδόν αποκλειστικά στην εκμίσθωση, σε υπηρεσίες σχετικές με τον τομέα του leasing αλλά και εν γένει στην ανάπτυξη της ακίνητης ιδιοκτησίας μέσω αυτής της μεθόδου αξιοποίησης.

Η ειδοποιός διαφορά των μετοχικών REITs σε σύγκριση με τις άλλες εταιρείες ακίνητης περιουσίας έγκειται στο γεγονός ότι ο πρωταρχικός στόχος τους είναι η απόκτηση, διαχείριση και μετέπειτα αξιοποίηση των ακινήτων περιουσιακών στοιχείων ως αναπόσπαστο μέρος του χαρτοφυλακίου τους και όχι η μεταπώληση τους όταν θα έχουν αναπτυχθεί κατάλληλα.

- **Mortgage REITs (Ενυπόθηκα):** Τα ενυπόθηκα REITs (mREITs) επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους (τουλάχιστον το 75%) σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα εξαγοράζοντας ή δημιουργώντας δάνεια και τίτλους υποθήκης, επιτυγχάνοντας τη δημιουργία κέρδους από τους τόκους αυτών των επενδύσεων. Τα mREITs συνδράμουν στην παροχή ουσιαστικής ρευστότητας για την αγορά ακινήτων. Ειδικότερα, “επενδύουν” σε στεγαστικά

και εμπορικά ενυπόθηκα δάνεια, αλλά και σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κατασκευαστικά δάνεια καθώς επίσης και σε κατοχυρωμένα στεγαστικά χρεόγραφα (RMBS) και σε εμπορικά χρεόγραφα (CMBS).

Οι επενδυτές επιλέγουν τα mREITs διότι αποδεδειγμένα κατά τη διάρκεια του χρόνου οι αποδόσεις τους παραμένουν σχετικά υψηλές. Κατά την κρατούσα άποψη, τα ενυπόθηκα REITs διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομία συμβάλλοντας στη διευκόλυνση της αγοράς στεγαστικών και εμπορικών ακινήτων με τη δημιουργία και την αγοραπωλησία τίτλων που ενσωματώνουν αξία (ενυπόθηκες απαιτήσεις). Σε συνδυασμό με τη ρευστότητα και τη διαφάνεια των μετοχών τους, καθώς αποτελούν αντικείμενο δημόσιας διαπραγμάτευσης - μαντικά πλεονεκτήματα που δεν συναντώνται στις άμεσες επενδύσεις - συμβάλλουν καθοριστικά στη διατήρηση αμιγώς μετοχικών επενδύσεων στην ευρύτερη αγορά ενυπόθηκων δανείων και χρεογράφων.

Τα mREITs διατηρούν τίτλους υποθηκών και χρεόγραφα στους ισολογισμούς τους και χρηματοδοτούν αυτές τις επενδύσεις με ίδια ή/και δανειακά κεφάλαια. Ανώτερος στόχος των εταιρειών αυτών είναι να επιτύχουν κέρδος από το καθαρό περιθώριο επιτοκίου τους ή από τη διαφορά μεταξύ εσόδων από τόκους επί των ενυπόθηκων περιουσιακών στοιχείων τους και του κόστους χρηματοδότησής τους. Εν γένει, τα mREITs αντλούν πόρους από διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται ίδια κεφαλαία, συμφωνίες επαναγοράς και δομημένης χρηματοδότησης, μετατρέψιμα και μακροπρόθεσμα χρέη και άλλα είδη πιστωτικών εργαλείων. Τα mREITs αυξάνουν το χρέος στις δημόσιες αγορές κεφαλαίου, και για τον λόγο αυτό συνήθως καταφεύγουν στην χρησιμοποίηση ιδίων κεφαλαίων, αποφεύγοντας μεθόδους δανεισμού για την απόκτηση ενυπόθηκων απαιτήσεων.

Παρά το γεγονός ότι τα ενυπόθηκα REITs παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις αναφορικά με τα μερίσματα και κατά καιρούς έχουν προσδώσει θεαματικές αποδόσεις επί των επενδύσεων, στον αντίποδα τα μετοχικά REITs θεωρούνται λιγότερο ευάλωτα στον κίνδυνο αλλαγής επιτοκίων και όπως έχει αποδειχθεί ιστορικά έχουν προσφέρει μακροπρόθεσμα καλύτερες συνολικές αποδόσεις, μεγαλύτερη σταθερότητα στην απόδοση των τιμών της αγοράς, χαμηλότερο ποσοστό κινδύνου και μεγαλύτερη ρευστότητα. Επίσης, τα μετοχικά REITs παρέχουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να επιλέξουν τις περισσότερες φορές το είδος αλλά και τη γεωγραφική θέση των ακινήτων.

- **Hybrid REITs (Υβριδικά-Παράγωγα):** Η συγκεκριμένη κατηγορία εμφανίζεται ιδίως στην αγορά της Αμερικής και χρησιμοποιεί συνδυαστικά την επενδυτική πολιτική των δυο προαναφερόμενων κατηγοριών. Ωστόσο, η κατηγορία των υβριδικών REITs κατέχει πολύ μικρό ποσοστό συμμετοχής στην αγορά.

2) Κατηγορίες με κριτήριο την γεωγραφική θέση

Στο σημείο αυτό η βασικότερη διάκριση των REITs πραγματοποιείται σε εθνικά και διεθνή. Τα εθνικά REITs εδρεύουν σε μία χώρα και ασχολούνται με επενδύσεις επί ακινήτων εντός του πλαισίου της εγχώριας αγοράς σε αντίθεση με τα διεθνή REITs που επεκτείνουν την επενδυτική τους δραστηριότητα και σε αγορές άλλων χωρών παγκοσμίως.

3) Κατηγορίες με κριτήριο το είδος των ακινήτων

(Η συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση αφορά κυρίως τα Αμερικάνικα REITs)

Οι εταιρείες REITs εντάσσουν στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο διάφορα είδη ακινήτων, όπως γραφεία, επαγγελματικούς χώρους, πολυκαταστήματα, πολυκατοικίες, αποθήκες, βιομηχανικά ακίνητα, εμπορικά κέντρα λιανικής, ιατρικές εγκαταστάσεις, κέντρα δεδομένων, πύργους τηλεπικοινωνιών, καταλύματα, ξενοδοχεία. Η πλειοψηφία των εταιρειών REITs επιλέγει να επενδύει σε έναν συγκεκριμένο τύπο ακίνητης περιουσίας, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν μπορούν να εμπλουτίσουν τα χαρτοφυλάκια τους με διαφορετικούς τύπους ακινήτων. Παρακάτω τίθεται η συνοπτική παρουσίαση των σημαντικότερων τύπων REITs με βάση το είδος της ακίνητης περιουσίας.

- **Office REITs (Γραφεία)**

Τα Office REITs κατέχουν και διαχειρίζονται επαγγελματικά ακίνητα που ενδείκνυνται για χρήση γραφείου και προορίζονται για εκμίσθωση σε ενοικιαστές όπως εταιρείες. Αυτού του είδους τα ακίνητα μπορούν να συμπεριλαμβάνουν από ουρανοξύστες έως συγκροτήματα γραφείων. Τα εν λόγω REITs ενδέχεται να επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους τύπους αγορών, όπως κεντρικές περιοχές επιχειρηματικής δραστηριότητας ή προαστιακές περιοχές

καθώς επίσης να απευθύνονται σε συγκεκριμένες κατηγορίες ενοικιαστών, όπως κυβερνητικές υπηρεσίες ή εταιρείες βιοτεχνολογίας.

- **Industrial REITs (Βιομηχανικά Ακίνητα)**

Τα βιομηχανικά REITs αποκτούν και εντάσσουν στο χαρτοφυλάκιο τους βιομηχανικές εγκαταστάσεις με απώτερο σκοπό την ενοικίαση και περαιτέρω εκμετάλλευσή τους. Γενικότερα, τα βιομηχανικά REITs επιλέγουν πρωτίστως τύπους ακινήτων, όπως αποθήκες και κέντρα διανομής. Ωστόσο, παρατηρείται το φαινόμενο ότι αυτού του είδους τα REITs διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διεξαγωγή του ηλεκτρονικού εμπορίου καθώς και στην άμεση κάλυψη των ολοένα αυξανόμενων αναγκών των δικτύων παράδοσης-παραλαβής.

- **Retail REITs (Εμπορικά καταστήματα)**

Στην κατηγορία των Retail/Commercial REITs εντάσσονται εταιρείες ακινήτων που επενδύουν σε μεγάλα περιφερειακά εμπορικά κέντρα, σε κέντρα καταστημάτων, γενικότερα σε κέντρα έντονης εμπορικής δραστηριότητας κυρίως σε επίπεδο λιανικής πώλησης. Κατά κανόνα, κατέχουν ιδιόκτητα ακίνητα και διαμορφώνουν τους όρους των μισθωτικών συμβάσεων τους με τέτοιο τρόπο ώστε οι αντισυμβαλλόμενοι τους (ενοικιαστές) να επωμίζονται το μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών εξόδων των εν λόγω ακινήτων σε συνδυασμό με την καταβολή του ενοικίου.

- **Lodging REITs (Καταλύματα)**

Τα REITs καταλυμάτων αποκτούν στην ιδιοκτησία τους ξενοδοχειακές εγκαταστάσεις και θέρετρα αποσκοπώντας στην καλύτερη δυνατή αξιοποίηση τους. Στο χαρτοφυλάκιο των συγκεκριμένων REITs εντάσσονται διαφορετικές κατηγορίες ξενοδοχείων με βάση ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως το επίπεδο εξυπηρέτησης, των παροχών και ανέσεων, της προσέλευσης

επισκεπτών. Εν προκειμένω, τα καταλύματα των REITs εξυπηρετούν ένα ευρύ φάσμα πελατών, από επαγγελματίες ταξιδιώτες έως παραθεριστές.

- **Residential REITs (Κατοικίες)**

Τα οικιστικά REITs εστιάζουν στην απόκτηση, κατοχή και διαχείριση διάφορων ειδών κατοικίας όπως για παράδειγμα πολυκατοικίες, φοιτητικές κατοικίες/εστίες, προκατασκευασμένα σπίτια και μονοκατοικίες. Επιπροσθέτως, για την συγκεκριμένη κατηγορία REITs εκτός από το είδος των ακινήτων, σημαντικό παράγοντα για την επιλογή αποτελεί και η γεωγραφική θέση τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

Ιστορική επισκόπηση και εξέλιξη του θεσμού των REITs στις ΗΠΑ

Από την οπτική γωνία των επενδυτών, κρίνεται εξαιρετικά σημαντικό να διαθέτουν στην φαρέτρα τους όσο το δυνατόν περισσότερα όπλα για την επίτευξη του στόχου τους. Η γνώση της ιστορικής εξέλιξης ενός επενδυτικού θεσμού σίγουρα δεν μπορεί να θεωρηθεί προάγγελος της μελλοντικής του πορείας, ωστόσο η αναδρομή στο παρελθόν ενδέχεται να συμβάλει στην καλύτερη κατανόηση των επενδυτικών πλεονεκτημάτων και των χαρακτηριστικών των διάφορων κατηγοριών ακίνητης περιουσίας. Το καίριο λοιπόν ερώτημα είναι: «Πώς εξελίχθηκαν τα REITs κατά τη διάρκεια των 50 και πλέον ετών από τη δημιουργία τους;» Στο σημείο αυτό, θα προσπαθήσουμε μέσω μια ιστορικής επισκόπησης να παρουσιάσουμε τις φάσεις εξέλιξης του θεσμού κατά τη περίοδο των δεκαετιών στην Αμερική, τη χώρα που θεωρείται η γενέτειρα του συγκεκριμένου παγκόσμιου θεσμού, έχοντας ως αφετηρία τη δεκαετία ίδρυσής του (1960) και καταλήγοντας στο σήμερα. Μέσα από αυτό το ταξίδι στον χρόνο μας δίνεται επίσης η δυνατότητα να εξετάσουμε την εξελικτική πορεία των REITs σε συνάρτηση με τις εκάστοτε χρονικές και πραγματικές συνθήκες του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος αλλά και της αγοράς ακινήτων σε παγκόσμιο επίπεδο.

➤ Δεκαετία του 1960

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής το 1960 το Κογκρέσο θεσμοθέτησε το νομοθετικό πλαίσιο ίδρυσης και λειτουργίας των REITs. Σκοπός αυτής της νομοθετικής μεταρρύθμισης ήταν να παράσχει τη δυνατότητα στους ιδιώτες επενδυτές να προβούν σε έμμεσες επενδύσεις επί της εμπορικής ακίνητης περιουσίας με αποτέλεσμα να επωφελούνται επενδυτικά με παρόμοιο τρόπο όπως επωφελούνταν από τις άμεσες επενδύσεις ήτοι την απόκτηση και κατοχή μεμονωμένων ακινήτων. Είναι γεγονός ότι η σύσταση και οργάνωση των πρώτων REITs επήλθε άμεσα, ωστόσο η πλειοψηφία των τότε νεοσύστατων REITs δεν πληρούσε επαρκώς τις απαιτούμενες προδιαγραφές σύμφωνα με τα σημερινά πρότυπα. Όπως προκύπτει από την έκθεση της Goldman Sachs με τον τίτλο ‘The Reit Investment Summary (1996)’, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960 υπήρχαν στο προσκήνιο της αγοράς μόνο 10 εταιρείες REITs,

που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν σημαντικού μεγέθους. Αναφορικά με το πλαίσιο διοίκησης των REITs, τα διοικητικά καθήκοντα και οι πράξεις διαχείρισης ανατέθηκαν εξ ολοκλήρου σε εξωτερικούς συμβούλους. Το γεγονός ότι οι επικεφαλής των REITs συνδέονταν άμεσα με τις εταιρείες διαχείρισης οδήγησε σε συγκρούσεις συμφερόντων. Επίσης, τα χαρτοφυλάκια των πρώτων REITs, κυμαίνονταν από 11 εκατομμύρια δολάρια για την Washington REIT ως 44 εκατομμύρια δολάρια για την REIT of America. Συγκεντρωτικά, στα μέσα της δεκαετίας του 1960, το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της βιομηχανίας των REITs ανερχόταν περίπου στα 200 εκατομμύρια δολάρια, νούμερο εξαιρετικά μικρό σε σύγκριση με τα σημερινά δεδομένα, κατά τα οποία μέχρι το τέλος του 2010 η συνολική τους αξία ανέρχεται σε περίπου 500 δισεκατομμύρια δολάρια (Block, 2012). Σύμφωνα με την έκθεση της Goldman Sachs, παρά τις αδυναμίες και ελλείψεις αυτών των πρώιμων REITs, αποδεικνύεται ότι κατάφεραν να μετεξελιχθούν σε έναν σταθερό και σημαντικό επενδυτικό θεσμό, βρίσκοντας πρόσφορο έδαφος στις εύρωστες και εξελισσόμενες κτηματαγορές της δεκαετίας του 1960. Ειδικότερα, οι ταμειακές ροές αυξήθηκαν κατά μέσο όρο 5,8% ετησίως, ενώ η μέση τιμή αποδόσεως των μερισμάτων ανερχόταν στο 6,1%. Αντισταθμίζοντας τις αδυναμίες και τον γενικότερο κίνδυνο, η ετήσια συνολική απόδοση των μετοχών κατά μέσο όρο ανερχόταν στο 11,5%, ενώ για τα επόμενα χρόνια από το 1963 έως το 1970 η συνολική απόδοση του S&P 500 κυμαινόταν κατά μέσο όρο στο 6,7%. (Block, 2012)

➤ Δεκαετία του 1970

Η δεκαετία του 1970 θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μια ταραχώδης χρονική περίοδος για την οικονομία γενικότερα, σηματοδοτώντας την κάθοδο του χρηματιστηρίου και κατ' επέκταση των REITs. Η εκρηκτική αύξηση των τιμών του πετρελαίου, όπως διαμορφώθηκαν από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Χωρών Εξαγωγής Πετρελαίου οδήγησε στην μη ελεγχόμενη αύξηση του πληθωρισμού. Σε αυτήν την ήδη επιβαρυνόμενη οικονομική κατάσταση, ο κλάδος των REITs αντιμετώπιζε τα δικά του προβλήματα. Κατά την περίοδο 1968-1970, εντάχθηκε στην αγορά ένας σημαντικός αριθμός νέων ενυπόθηκων REITs. Οι περισσότερες από αυτές τις νεοσύστατες εταιρείες παρείχαν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση στον κατασκευαστικό κλάδο, διαθέτοντας τα ξένα/δανειακά κεφάλαια κατά πολύ μεγαλύτερο μέρος σε σύγκριση με τα ίδια κεφάλαια. Η ενίσχυση αυτή προς τον κατασκευαστικό κλάδο είχε ως αποτέλεσμα την κατασκευή εκατοντάδων επαγγελματικών κτηρίων σε ολόκληρη την Αμερική.

Παράλληλα, πολλές επενδυτικές τράπεζες της Αμερικής, σημαντικού μεγέθους και κύρους, όπως Bank of America, JPMorgan Chase Bank, Wachovia Bank και Wells Fargo Bank άρχισαν να χρηματοδοτούν η καθεμία τη δική της εταιρεία REIT. Αποτέλεσμα της επικρατούσας κατάστασης ήταν η εκτόξευση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των REITs συνολικά από 1 δισεκατομμύριο δολάρια σε 20 δισεκατομμύρια δολάρια σε χρονικό διάστημα μικρότερο των 2 ετών. Παρόλο αυτά, η πλειοψηφία των αναπτυξιακών δανείων που δημιουργούνται ή εξαγοράζονται από τα ενυπόθηκα REITs, περιείχαν αυστηρούς ειδικούς όρους. Το 1973, η ανάπτυξη των επαγγελματικών ακινήτων ιδίως των γραφείων αρχίζει να φθίνει λόγω των υψηλών επιτοκίων που επικράτησαν για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού, γεγονός που ανέδειξε ότι η μόχλευση του χρέους λειτούργησε αμφίδρομα για τα νέα ενυπόθηκα REITs. Ειδικότερα, εκτέθηκαν στον κίνδυνο λόγω αμφισβητούμενων όρων που εμπεριέχονταν στις δανειακές συμβάσεις με συνέπεια το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων απαιτήσεων να ανέλθουν στο 73% επί των συνολικών επενδύσεων μέχρι το τέλος του 1974 και αναπόφευκτα οι τιμές των μετοχών των REITs κατέρρευσαν σημειώνοντας πτώση 21,8% το 1973 και 29,3% το 1974. Ειρωνεία αποτελεί το γεγονός ότι πέρα από την αναμενόμενη πτώση των μετοχών των ενυπόθηκων REITs, που αναπόφευκτα συμπαρέσυρε σε πτώση και τις μετοχές των μετοχικών REITs, η αγορά των ακινήτων κατάφερε να παραμείνει ασφαλής.

Παράλληλα, κάνουν την εμφάνισή τους τα πρώτα retail REITs και οι σταθερές καλές αποδόσεις τους ανταμείβουν τους επενδυτές για τα επόμενα χρόνια. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας, 10 αντιπροσωπευτικά μετοχικά REITs που αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης για την έκθεση της Golden Sachs σημείωναν έναν ετήσιο κατά μέσο όρο ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών κατά 6,1% (σχετικά επιβραδυνμένος ρυθμός αύξησης), με εμφάνιση πτώσης μόνο για ένα έτος. Επιπροσθέτως, η μέση ετήσια ανατίμηση των τιμών τους έφτανε το 4,2%, η οποία σε συνδυασμό με την απόδοση των μερισμάτων τους, δημιούργησε μια μέση ετήσια τιμή συνολική απόδοσης 12,9% κατά τη διάρκεια της δεκαετίας. Παρόλο αυτά, ενώ η δεκαετία φτάνει στο τέλος της, τα REITs δεν τυγχάνουν ευρείας αποδοχής από την επενδυτική κοινότητα και αυτό πιθανότητα οφείλεται στην πανωλεθρία των ενυπόθηκων REITs. Ως το τέλος του 1979, το μέγεθος του κλάδου των REITs, όπως προέκυψε από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών (χρηματιστηριακή αξία όλων των μετοχών REIT), συρρικνώθηκε συγκριτικά με αυτό που ήταν στα τέλη του 1972. Για την ακρίβεια, δεν υπήρξε ουσιαστικά καμία σημαντική επένδυση στα REITs εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Επιπλέον, εκτός λίγων εξαιρέσεων όπως της Washington REIT, της Federal Realty και της New Plan, οι εταιρείες REITs δεν επικεντρώθηκαν σε εξειδικευμένους

τομείς ακινήτων σε οριοθετημένες γεωγραφικές περιοχές. Εν κατακλείδι, μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1970, τα REITs βρίσκονται ακόμα στην πρώιμη φάση τους, χωρίς να έχουν καταφέρει να κάνουν αισθητή την παρουσία τους στην ευρύτερη επενδυτική κοινότητα. (Block, 2012)

➤ Η δεκαετία του 1980

Ο αυξημένος πληθωρισμός της δεκαετίας του 1970 οδήγησε στα ύψη το κόστος κατασκευής. Συνολικά η αύξηση των δαπανών, σε συνάρτηση με τις μέτριες αποδόσεις ενοικίων, δεν ευνοούσαν την ανάπτυξη νέας ιδιοκτησίας. Επομένως, η προσφορά νέου χώρου ακινήτων κυμαινόταν σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που ευνοούσε τους ήδη ιδιοκτήτες ακινήτων. Τελικά, τα επίπεδα πληρότητας και οι τιμές των ενοικίων αυξήθηκαν. Εν γένει, οι ιδιοκτήτες ακίνητης περιουσίας (συμπεριλαμβανομένων, φυσικά, και των εταιρειών REITs) βρίσκονταν σε μια πλεονεκτική θέση. Στον αντίποδα, τα εξαιρετικά υψηλά επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων στις αρχές της δεκαετίας του 1980- κυμαινόμενα από 12,5% έως 14,8%- συντέλεσαν σημαντικά στην αύξηση του κόστους δανεισμού των REITs, με αποτέλεσμα να επιβραδυνθεί η αύξηση των λειτουργικών εσόδων (Funds From Operation-FFO) και κατ' επέκταση να επηρεαστούν αρνητικά οι αγορές. Σύμφωνα με έκθεση της Goldman Sachs, ο ρυθμός ανάπτυξης των FFO ανά μετοχή για την αντιπροσωπευτική πλειοψηφία των μετοχικών REITs μειώθηκε από 26,1% το 1980 σε 4,4 % το 1983. Ωστόσο, η συνολική αύξηση των FFO που σημειώθηκε κατά τα μέσα της δεκαετίας ήταν ανέλπιστα καλή, (κατά μέσο όρο 8,7%), εξαιτίας των υψηλότερων τιμών των ενοικίων σε συνάρτηση με τη σχετικά χαμηλότερη προσφορά νέων ακινήτων. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1980-1985, η ετήσια συνολική απόδοση κατά μέσο όρο στους μετόχους υπήρξε εξαιρετική, αφού ανήλθε στο 28,6% (Block, 2012). Οι θεσμικοί αλλά και οι ιδιώτες επενδυτές διαπίστωσαν το θετικό γεγονός των εξαιρετικών αποδόσεων που πέτυχαν οι ιδιοκτήτες ακινήτων στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Ο καθένας έπρεπε να κατέχει εξ ολοκλήρου ένα ακίνητο περιουσιακό στοιχείο ή το μεγαλύτερο ποσοστό αυτού. Ωστόσο, αυτό που πραγματικά προκάλεσε τη διόγκωση της φούσκας των ακινήτων, ήταν η ψήφιση από το Κογκρέσο της νομοθεσίας σχετικά με την οικονομική ανάκαμψη του 1981, η οποία προσέφερε ένα ελκυστικό φορολογικό καθεστώς για τους ιδιοκτήτες ακινήτων. Η νομιμοποίηση των ιδιοκτητών ακινήτων να καταφεύγουν στην απόσβεση των ακινήτων περιουσιακών τους στοιχείων τους ως φορολογικό αντιστάθμισμα για άλλη πηγή εισοδήματος, προκάλεσε παροξυσμό στην αγορά ακινήτων. Σχεδόν άμεσα, μεγάλες χρηματιστηριακές

εταιρείες και άλλα συνδικάτα προχώρησαν στην ίδρυση εταιρειών ακινήτων περιορισμένης ευθύνης, με σκοπό την απόκτηση σημαντικών φορολογικών ωφελειών παράλληλα με την γρήγορη επίτευξη κέρδους επί των κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή, επαληθεύτηκε ο «νόμος των ακούσιων συνεπειών», διότι τα ευνοϊκά φορολογικά κίνητρα που δόθηκαν είχαν ως συνέπεια την υπέρμετρη αύξηση των τιμών των ακινήτων σε τέτοια επίπεδα που κρίθηκαν μη βιώσιμα, σύμφωνα με τα πραγματικά οικονομικά δεδομένα της κτηματαγοράς. Παρόλο που οι εταιρείες REITs, εξακολουθούσαν να προσφέρουν μεγαλύτερη σταθερότητα στις ταμειακές ροές, αλλά χωρίς σημαντικές φορολογικές ελαφρύνσεις, αγνοήθηκαν σε μεγάλο βαθμό.

Καθώς μεγάλη ροή κεφαλαίου διαχύθηκε στην ακίνητη περιουσία, εμφανίστηκαν διάφορες ατυχείς συγκυρίες που λειτούργησαν ως τροχοπέδη. Πρώτον, τα REITs έπρεπε να ανταγωνιστούν τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και τους ιδιώτες επενδυτές, που παρείχαν φορολογικά καταφύγια, επιδεικνύοντας ως αντιστάθμισμα σημαντική ρευστότητα, κάτι το οποίο δεν επιτεύχθηκε. Δεδομένων των συνθηκών, δεν μπορούσε να υπάρξει ανταγωνισμός. ‘Οι ανταγωνιστές’ μπορούσαν να επενδύσουν μεγαλύτερα χρηματικά ποσά στην αγορά ακινήτων συγκριτικά με τις εταιρείες REITs, αναχαιτίζοντας έτσι σε σημαντικό βαθμό τις εξωτερικές προοπτικές ανάπτυξης τους. Δεύτερον, ως αποτέλεσμα της φρενίτιδας που επικράτησε στην αγορά, οι τιμές των ακινήτων περιουσιών αυξήθηκαν κατακόρυφα. Ακόμα και αν τα REITs μπορούσαν να συγκεντρώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια εξαγοράς, οι τιμές των ακινήτων κυμαίνονταν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα που δεν άφηναν το περιθώριο για την επίτευξη επαρκούς ποσοστού επενδυτικής απόδοσης επί των εξαγορών. Αναπόφευκτα, ελάχιστα REITs ήταν πρόθυμα να πουλήσουν οποιοδήποτε περιουσιακό τους στοιχείο προκειμένου να επωφεληθούν από τις διογκωμένες τιμές. Τρίτον, και πιθανότητα το πιο επιζήμιο από όλα, είναι το γεγονός ότι οι κατασκευαστές ορμώμενοι από τις υψηλές τιμές των ακινήτων που υπερκάλυπταν το κόστος αντικατάστασης, προώθησαν τη δημιουργία ενός τεράστιου κύματος νέων κατασκευών. Εντούτοις, μέσα στα επόμενα έτη οι αγορές ακινήτων, επηρεαζόμενες από τις συνέπειες του φαινομένου ‘υπερκατασκευής’, αρχίζουν να αποδυναμώνονται σημαντικά. Καταλυτικό ρόλο στην μετέπειτα πορεία των REITs διαδραμάτισε η φορολογική μεταρρύθμιση του 1986. Από τη μία πλευρά, η συγκεκριμένη φορολογική μεταρρύθμιση έδωσε τη δυνατότητα στις εταιρείες REITs να αναλάβουν οι ίδιες τη διεκπεραίωση των υπηρεσιών εκμίσθωσης και διαχείρισης των ακινήτων τους εν αντιθέσει με την μέχρι τότε πρακτική να προσλαμβάνουν εξωτερικούς συνεργάτες για τον σκοπό αυτό. Από την άλλη πλευρά, η εν λόγω νομοθεσία έθετε περιορισμούς στην εικονική δημιουργία εταιρικών σχημάτων με απώτερο σκοπό την απόκρυψη κερδών από άλλες πηγές εισοδήματος.

Οι επενδυτές δεν μπορούσαν πλέον να αφαιρούν τα έξοδα των ακινήτων από το φορολογητέο εισόδημα. Επομένως, η κατάργηση των φορολογικών ελαφρύνσεων οδήγησε την πλειοψηφία των επενδυτών να πουλήσουν τα ακίνητά τους με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί κρίση στην αγορά ακινήτων. Επιπροσθέτως, βάσει της νέας νομοθεσίας, καταργήθηκε η έκπτωση των τόκων, με μοναδική εξαίρεση τους τόκους από ενυπόθηκα και στεγαστικά δάνεια. Συνεπώς, στα τέλη της δεκαετίας του 1980, χάθηκαν οριστικά τα κίνητρα για επενδύσεις επί της ακίνητης περιουσίας και μάλιστα χαρακτηρίστηκαν ιδιαίτερα επισφαλείς. (<https://www.reitstitute.com/reits-history-of-innovation>)

➤ Η δεκαετία του 1990

The 1990 Bear Market (Η αγορά των αρκούδων του 1990)

Η μετάβαση στη δεκαετία του '90 δεν πραγματοποιήθηκε με τον καλύτερο τρόπο. Οι μέτοχοι των REITs ήρθαν αντιμέτωποι με την δραματική πτώση των τιμών των μετοχών τους σε τέτοια επίπεδα ανάλογα με εκείνα της δεκαετίας του 1970. Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία του NAREIT, η συνολική απόδοση των REITs για το 1990 ήταν αρνητική σε ποσοστό 14,8%, καθιστώντας το 1990 την χειρότερη χρονιά τους. Αναμφισβήτητα, αυτό αποτέλεσε ένα μεγάλο σοκ για τους επενδυτές των REITs, οι οποίοι είχαν αποκτήσει υπερβολική αυτοπεποίθηση παρατηρώντας την σταθερά ανοδική πορεία τους από το 1975 μέχρι το 1990. Μοναδική εξαίρεση αποτέλεσε το έτος 1987, κατά το οποίο η συνολική τους απόδοση σημείωσε πτώση κατά ποσοστό 3,6%. (Block, 2012)

Οι πολύ χαμηλές αποδόσεις των REITs ήταν αποτέλεσμα αλληλεπίδρασης διάφορων παραγόντων: Πρωτίστως, οι ιδιοκτήτες επαγγελματικών χώρων και κατοικιών αντιμετώπιζαν το πρόβλημα της «υπερκατασκευής», το οποίο αναπόφευκτα οδηγούσε σε μη ενοικίαση των ακινήτων, ενώ όσα ενοικιάζονταν ή επρόκειτο να ενοικιαστούν σημείωναν στασιμότητα ή μείωση στις τιμές τους. Παράλληλα, οι χαμηλές αποδόσεις μερισμάτων των REITs σε συνδυασμό με το υψηλό παθητικό τους κατά τη διάρκεια των μη ευνοϊκών συνθηκών στην αγορά ακινήτων, σίγουρα δεν βοήθησε στην βελτίωση της κατάστασης. Ωστόσο, αν και μια γενική πτώση στις τιμές των ακινήτων ήταν δικαιολογημένη, οι επενδυτές αντέδρασαν υπερβολικά και οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν ακόμα περισσότερο απ' ότι ήταν αναμενόμενο.

Το ξεκίνημα της δεκαετίας για τα REITs ήταν δύσκολο, ωστόσο μέχρι τότε ο θεσμός στο σύνολό του είχε αλλάξει ριζικά. Η ιδιοκτησία ακινήτων αυξήθηκε και με αφορμή την φορολογική μεταρρύθμιση του 1986, που κατήργησε τους περιορισμούς των REITs αναφορικά με την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, οι επικεφαλής τους αποφάσισαν να διακόψουν τις συνεργασίες με εταιρείες παροχής υπηρεσιών διαχείρισης των επενδυτικών τους χαρτοφυλακίων και να αποφύγουν οριστικά τις συγκρούσεις συμφερόντων που αναπόφευκτα ανέκυπταν. Επομένως, δημιούργησαν και ενέταξαν στο εσωτερικό τους τα δικά τους αναπόσπαστα τμήματα που αφορούσαν τη διαχείριση και αξιοποίηση της ακίνητης τους περιουσίας όπως της μίσθωσης, της συντήρησης, της ανακατασκευής. Μέχρι το τέλος του 1990, κάποια REITs, όπως η Health Care Property (HCP Inc.), η Washington REIT και η Weingarten Realty, διακρίνονταν για τα εξειδικευμένα τμήματα διαχείρισης αλλά και για τις καλές αποδόσεις τους.

1991 to 1993: The Bull Returns (Η επιστροφή του ταύρου)

Η εξαιρετικά καλή απόδοση των Reits από το 1991 έως το 1993 οφείλεται σε έναν συνδυασμό παραγόντων. Πρώτον, οι επενδυτές αντέδρασαν υπερβολικά όταν πούλησαν μετοχές των Reits το 1990. Επομένως, μέρος των κερδών προήλθε απλώς από τις τιμές που άρχισαν να επανέρχονται σε λογικά επίπεδα. Ωστόσο, ένας άλλος σημαντικός λόγος, που ενδεχομένως οδήγησε στην άνοδο τους, ήταν οι καλές τιμές αγοράς που πετύχαν τα REITs ώστε να αποκτήσουν νέα ακίνητα και να ενισχύσουν τα χαρτοφυλάκια τους μετά τον απόηχο της ύφεσης. Μέχρι το 1991, η πλειοψηφία των REITs ήταν και πάλι στη θέση να αυξήσουν τα κεφάλαια τους. Αγόραζαν μεγάλο αριθμό ακινήτων σε χαμηλές τιμές από τράπεζες που ήθελαν να απαλλαγούν από μη εξυπηρετούμενα στεγαστικά δάνεια, ασφαλιστικές εταιρείες που ήθελαν να περιορίσουν την έκθεσή τους στην κτηματαγορά αλλά και εταιρείες ακινήτων που δεν μπορούσαν να ανταπεξέλθουν οικονομικά μετά τη φρενίτιδα της δεκαετίας του 1980. Καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισε η ψήφιση και σύσταση του Resolution Trust Corporation από το Κογκρέσο που ανέλαβε την απόκτηση και μεταπώληση ακινήτων και στεγαστικών δανείων από πτωχευμένους και σχεδόν χρεοκοπημένους δανειστές. Μεταξύ Ιανουαρίου 1991 και τέλους του 1993, το Συμβούλιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας μείωσε σταδιακά τα δανειακά επιτόκια σε μια προσπάθεια να ανατραπεί η επιφανειακή αλλά μακρά ύφεση. Με αυτόν τον τρόπο, οι μετοχές των REITs, άρχισαν να παρουσιάζουν σημαντικές αποδόσεις μερισμάτων

και να πετυχαίνουν αύξηση των κερδών, αποτελώντας ξανά ένα ακαταμάχητο δέλεαρ για τους επενδυτές.

The Great 1993 to 1994 REIT IPO Boom (Το αποκορύφωμα των δημοσίων προσφορών των REITs)

Η βιομηχανία των REITs μεταμορφώθηκε ριζικά μετά από μια τεράστια έκρηξη στις αρχικές δημόσιες προσφορές τους, Initial Public Offerings (IPOs), που ξεκίνησαν το 1993. Σύμφωνα με το NAREIT, το ίδιο έτος ολοκληρώθηκαν 100 προσφορές ιδίων κεφαλαίων, συγκεντρώνοντας συνολικά 13,2 δισεκατομμύρια δολάρια, συμπεριλαμβανομένων των 9,3 δισεκατομμυρίων δολαρίων από 50 νέα REITs και 3,9 δισεκατομμύρια δολάρια από 50 ήδη υφιστάμενα REITs. Επιπλέον, 11,1 δισεκατομμύρια δολάρια συγκεντρώθηκαν το 1994, συμπεριλαμβανομένων 7,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων από 45 νέα Reits και 3,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων από 52 ήδη υφιστάμενα Reits. Για την ακρίβεια, το ποσό που συγκεντρώθηκε μόνο το 1993 ξεπέρασε το συνολικό ποσό των κεφαλαίων που είχαν συγκεντρωθεί κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δεκατριών ετών, σύμφωνα με την έκθεση της Merrill Lynch τον Αύγουστο του 1994, με τίτλο «Εκτιμώντας τη βιομηχανία των Reits» (Block, 2012). Στο τέλος του 1990, η κεφαλαιοποίηση της αγοράς όλων των εισηγμένων μετοχών των REITs ανήλθε στα 5,6 δισεκατομμύρια δολάρια, ενώ μέχρι το τέλος του 1994, ξεπέρασε τα 38,8 δισεκατομμύρια δολάρια, ιδίως λόγω της ξαφνικής και μεγάλης προσφοράς κεφαλαίων που σημειώθηκε τα τελευταία δύο χρόνια. Κατά την πάροδο του χρόνου, σε αντίθεση με πολλές άλλες εταιρείες που ακολουθούν την τακτική της δημόσιας προσφοράς κεφαλαίων, τα REITs IPOS συνέτειναν στην ίδρυση μερικών από των πιο σταθερών και ευπρόληπτων εταιρειών ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες όπως ενδεικτικά μπορούμε να αναφέρουμε τις: Developers Diversified, Duke Realty, General Growth Properties, Kimco Realty, Post Properties, Simon Property Group, και Taubman Centers. Επιπροσθέτως, ο αριθμός των τύπων των ακινήτων που θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν από τους επενδυτές διευρύνθηκε ευρέως. Ως αποτέλεσμα της επιτυχίας των IPOs, στους νέους τύπους ακινήτων συμπεριλαμβάνονταν πλέον τα περιφερειακά εμπορικά κέντρα, οι βιομηχανικές ιδιοκτησίες, τα συγκροτήματα κατοικιών, τους χώρους αποθήκευσης, και τα ξενοδοχεία, συμπληρώνοντας τους ήδη διαθέσιμους τύπους ιδιοκτησίας όπως τα διαμερίσματα, τα συνοικιακά εμπορικά κέντρα και τα ακίνητα στέγασης υπηρεσιών υγειονομικής περίθαλψης.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι τράπεζες και τα χρηματοδοτικά ιδρύματα είχαν υποστεί σοβαρότατο πλήγμα από μη εξυπηρετούμενα στεγαστικά δάνεια, ως συνέπεια της ύφεσης της αγοράς ακινήτων και διέκοψαν κάθε είδος χρηματοδότησης ακινήτων που κάποτε παρείχαν συστηματικά. Παράλληλα, οι εταιρείες ακινήτων, αποκομμένες πλέον από τις σταθερές πηγές άντλησης ιδιωτικών κεφαλαίων, οι περισσότερες έκριναν ως την καλύτερη εναλλακτική, ενώ ορισμένες ως την μοναδική τους επιλογή, την αναζήτηση δημοσίων κεφαλαίων. Αυτά τα δημόσια κεφάλαια θα παρείχαν σαφώς μεγαλύτερη ευελιξία χρηματοδότησης. Εν τω μεταξύ, άρχισε να επικρατεί στους κύκλους της κτηματαγοράς η αντίληψη ότι η "τιτλοποίηση αξιών" της ακίνητης περιουσίας μέσω των REITs θα εξελισσόταν σε μια σημαντική νέα τάση, ενώ ταυτόχρονα θα συνέβαλε στο να γίνουν πιο ισχυρές και πιο ανταγωνιστικές οι εταιρείες ακινήτων. Συνδυαστικά, οι ιδρυτές μέτοχοι των REITs θεώρησαν πολύ καλή ιδέα την μετατροπή ενός μέρους του μετοχικού κεφαλαίου σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές, καθώς θα είχαν τη δυνατότητα μακροπρόθεσμα να τις πωλήσουν ευκολότερα με απώτερο σκοπό τη διαφοροποίηση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου ή να τις χρησιμοποιήσουν ανάλογα σε άλλες μεθόδους αξιοποίησης των ακινήτων. Εντούτοις, πολλά από τα νέα REITs που ιδρύθηκαν και απέκτησαν πρόσβαση στα δημόσια κεφάλαια κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου αφομοιώθηκαν ή έχουν συγχωνευθεί με άλλα REITs, ενώ μερικά εξαγοράστηκαν από ιδιωτικές εταιρείες ή θεσμικούς επενδυτές.

1995 to 2000: Supply/Demand Issues (Ζητήματα προσφοράς/ζήτησης)

Οι μετοχές των REITs εξακολουθούν να τα πηγαίνουν καλά και τα επόμενα χρόνια και ειδικότερα από το 1995 έως το 1997. Οι τιμές των μετοχών τους ήταν συγκριτικά χαμηλότερες και αυτό λειτουργούσε ως δέλεαρ για τους επενδυτές. Συγκεκριμένα, το Νοέμβριο του 1994, η συμβουλευτική εταιρεία, Green Street Advisors, εκτίμησε ότι οι μετοχές των REITs παγκοσμίως κινούνταν σε ένα πλαίσιο ελεύθερων ταμειακών ροών, με προβλεπόμενη απόδοση της τάξης του 9,7% (Block, 2012). Οι μέτριες αποδόσεις των ομολόγων κατά τα έτη αυτά και οι σχετικά ισχυρές αποδόσεις από τις αγορές των άλλων μετοχών έκαναν τις μετοχές των REIT να φαίνονται φθηνότερες συγκριτικά με τα άλλα είδη επενδύσεων. Ωστόσο, οι επενδυτές ανέμεναν πολύ μεγαλύτερες από το μέσο όρο ταμειακές ροές σε συνδυασμό με γρηγορότερους ρυθμούς αύξησης των μερισμάτων λόγω των ευνοϊκών συνθηκών για την επίτευξη κερδών μαζί με τη δυνατότητα ευκολότερης πρόσβασης σε κεφάλαια. Είναι επίσης πιθανό ότι ανέμεναν την ουσιαστική ανατίμηση στις εμπορικές τιμές των ακινήτων, ιδίως λόγω των

ηπιότερων κύκλων της κτηματαγοράς, του χαμηλού πληθωρισμού, των χαμηλών επιτοκίων και της μεγαλύτερης απόδοσης της ακίνητης περιουσίας. Επιπροσθέτως, το έντονο ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών για τα REITs λόγω της μεγαλύτερης ρευστότητας των μετοχών τους και της μεγάλης διεύρυνσης των επενδυτικών τους επιλογών, διαδραμάτισε εξίσου καθοριστικό ρόλο. Παρόλο αυτά, η αγορά συχνά φαίνεται υπερβολικά δελεαστική και πολλά υποσχόμενη, γεγονός το οποίο όμως διαψεύδεται και αυτό συνέβη στο τέλος της περιόδου 1995-1997. Μεγάλα χρηματικά ποσά τοποθετήθηκαν σε μετοχές REITs κατά τα έτη 1996 και 1997 από επενδυτές και κερδοσκόπους, απλώς και μόνο επειδή οι μετοχές είχαν καλές αποδόσεις. Κατά το τέλος του 1997, όταν διαψεύστηκαν όλες οι προβλέψεις, η πλειοψηφία των επενδυτών αποχώρησε βιαστικά και έτσι επιταχύνθηκε η πτώση των τιμών των μετοχών REITs. Εκτός από την έλλειψη ζήτησης για τις μετοχές των REITs, υπήρξε παράλληλα και ζήτημα προσφοράς τους. Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία του NAREIT, το 1997 υπήρχαν 318 προσφορές ιδίων κεφαλαίων, συγκεντρώνοντας συνολικά 32,7 δισεκατομμύρια δολάρια, εκ των οποίων μόνο τα 26 ήταν IPOs (συγκεντρώνοντας 6,3 δισεκατομμύρια δολάρια). Μέχρι το τέλος του έτους αυτού, τα REITs είχαν συγκεντρώσει επιπλέον 21,5 δισεκατομμύρια δολάρια νέα κεφάλαια μέσω 314 προσφορών, εκ των οποίων τα 17 ήταν IPOs. Το σύνολο που συγκεντρώθηκε κατά τη διάρκεια των δύο αυτών ετών, ήτοι 54,2 δισεκατομμύρια δολάρια, ανήλθε στο 69% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς των μετοχών REITs στο τέλος του 1996 (78,3 δισεκατομμύρια δολάρια). Εκτός από εκείνα τα τεχνικά, αλλά πολύ σημαντικά ζητήματα προσφοράς και ζήτησης, οι επενδυτές υπερεκτίμησαν την ικανότητα των REITs να αυξήσουν τις ταμειακές ροές και ενδεχομένως εστίαζαν σε λανθασμένα επενδυτικά κριτήρια. Οι λέξεις-κλειδιά του 1996 και του 1997 ήταν ‘new era’, ‘thinking out of the box’, ‘acquisition pipeline’, υποδηλώνοντας ότι οι εταιρείες REITs δεν θα περιορίζονταν πλέον στους παραδοσιακούς ρυθμούς ανάπτυξής τους δηλαδή του 4 % ή 5 % ετησίως (Block, 2012). Στην αναζήτησή τους, λοιπόν, για γρήγορη αύξηση των κερδών, τα περισσότερα REITs παρέβλεψαν το γεγονός ότι η δημιουργία αξίας είναι πολύ πιο σημαντική όσον αφορά την μακροπρόθεσμη επενδυτική αξία, πολλώ δε μάλλον όταν η αύξηση των κερδών "αγοράζεται" από την άμβλυνση της επιπρόσθετης χρηματοδότησης του χρέους. Κατά συνέπεια, για τα επόμενα δύο χρόνια (1998-1999) η αγορά των μετοχών των εταιρειών REITs δέχθηκε σοβαρότατο πλήγμα, με συνεχόμενη πτώση των τιμών τους και με την καθοδική πορεία των αποδόσεών τους.

2000 to 2007: REITs' Credibility & Market Acceptance (Η αξιοπιστία των REITs & η αποδοχή τους από την αγορά ακινήτων)

Ως αποτέλεσμα της βαθιάς και επώδυνης ύφεσης του 1998 και του 1999, οι τιμές των μετοχών των REITs έγιναν εξαιρετικά φθηνές και σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα παρουσίασαν μείωση της τάξης του 20 έως 25 % (Block, 2012). Παράλληλα, η κτηματαγορά ανταπεξήλθε καλά κατά τη διάρκεια αυτού του χρονικού διαστήματος, καθώς τα ποσοστά πληρότητας και ενοικίασης των ακινήτων κινήθηκαν υψηλότερα ως συνέπεια της ευρύτερης ισχυρής οικονομίας, ενισχύοντας την αύξηση των εσόδων των εταιρειών REITs και τις αξίες των περιουσιακών τους στοιχείων. Στον αντίποδα, οι μετοχές των εταιρειών τεχνολογίας και επικοινωνίας είχαν γίνει εξαιρετικά ακριβές, φτάνοντας στην κορυφή. Από τις αρχές του 2000, οι μετοχές REITs άρχισαν να εμφανίζουν μια σημαντική θετική τάση που συνεχίστηκε σχεδόν αδιάκοπα μέχρι τον Φεβρουάριο του 2007. Καθίσταται προφανές ότι δεν αποτέλεσε σύμπτωση ότι οι μετοχές των REITs άρχισαν να σημειώνουν ανοδική πορεία από τον Μάρτιο του 2000, τον ίδιο μήνα κατά τον οποίο οι μετοχές των τεχνολογικών εταιρειών κορυφώθηκαν (Block, 2012). Πράγματι, το 2000 σηματοδότησε την αρχή μιας περιόδου κατά την οποία οι επενδύσεις στόχευαν τις τρέχουσες αποδόσεις, καθιστώντας τη παράλληλα μια εξαιρετικά δημοφιλή τάση. Πιθανότατα, αυτό να λειτούργησε ως μια αντίδραση στις τρομακτικές επενδυτικές απώλειες στον τομέα της τεχνολογίας και των επικοινωνιών, δημιουργώντας την πεποίθηση ότι οι ήδη ανεπτυγμένες μετοχές δεν αποτελούν τη σύγχρονη επενδυτική τάση ή ενδεχομένως να βρήκε έρεισμα στην "back to basics" φιλοσοφία των επενδυτών, οι οποίοι πλέον επιθυμούσαν να λάβουν ένα σημαντικό μέρος των συνολικών αποδόσεων τους, όπως αναμενόταν με βάση τις προβλέψεις, με τη μορφή του τρέχοντος εισοδήματος. Επίσης, άλλος ένας σημαντικός παράγοντας υπήρξε το γεγονός ότι πολλά από τα επενδυτικά χαρακτηριστικά των REITs, εκτός από τις σημαντικές αποδόσεις των μερισμάτων τους, έγιναν εξαιρετικά δημοφιλή και είχαν μεγάλη απήχηση κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου από το 2000 έως τις αρχές του 2007. Η πορεία των μετοχών REITs δεν παρουσίαζε υψηλές συσχετίσεις συγκριτικά με τις άλλες κατηγορίες κινητών αξιών και πιθανόν οι σχετικά χαμηλότερες συσχετίσεις να προσέλκυαν τους νέους επενδυτές που ήθελαν να εξομαλύνουν τις αποκλίσεις στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια. Οι ταμειακές ροές των REITs, κατά τη διάρκεια των περισσότερων χρονικών περιόδων, ήταν σταθερές και προβλέψιμες και αυτό λειτούργησε θετικά με τους επενδυτές, που ήταν πλέον σοκαρισμένοι από τις αρνητικές «εκπλήξεις κερδών» και την δρακόντεια αντίδραση της αγοράς σε αυτές. Θετική, επίσης, επίδραση είχε το γεγονός, ιδίως από το 2003 έως τις αρχές του 2007, ότι οι επενδυτές έβλεπαν την αγορά των

εμπορικών ακινήτων να γίνεται πιο σταθερή. Η πληροφόρηση για την αγορά ακινήτων άρχισε να γίνεται περισσότερο προσβάσιμη και διαφανής, χάρη στο Διαδίκτυο και την εκτενή συλλογή των στοιχείων για την ακίνητη περιουσία, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να έχουν καλύτερη επίγνωση της κατάστασης και να διαβλέπουν ότι ο κίνδυνος της υπερβολικής ανάπτυξης είχε σχεδόν εξαιρεθεί. Η χρηματοδότηση των ακινήτων περιουσιακών στοιχείων, χάρη στην αναπτυσσόμενη αγορά τίτλων που εξασφαλιζόνταν με εμπορικές υποθήκες (Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS) κατά τα μέσα της τελευταίας δεκαετίας, θεωρήθηκε περισσότερο αξιόπιστη και αποτελεσματική. Παράλληλα, οι επενδυτές παρατήρησαν ότι τα ανώτερα στελέχη των εταιρειών ακίνητης περιουσίας αναβάθμισαν ποιοτικά τις υπηρεσίες διαχείρισης τους καθ' όλη τη διάρκεια της ύφεσης του 2000-2001. Ειδικότερα, πέτυχαν σχετικά μεγάλη αύξηση των κεφαλαίων τους, διατήρησαν την επενδυτική τους πειθαρχία και βελτίωσαν σε σημαντικό βαθμό τις πρακτικές χρηματοοικονομικής και εταιρικής διαχείρισης. Επίσης, πολλά REITs κατάφεραν να πωλήσουν κάποια από τα ακίνητά τους παρόλο που οι εμπορικές τιμές των ακινήτων κινήθηκαν σε αδυσώπητα υψηλά επίπεδα έως ότου κορυφώθηκαν στα μέσα του 2007. Αναπόφευκτα, όλες οι ως άνω βελτιώσεις, που ενίσχυαν την αξιοπιστία των REITs, σε συνδυασμό με την αυξημένη ρευστότητα των μετοχών τους, συνέβαλαν σημαντικά στην ανοδική πορεία των μετοχών REITs κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι η αύξηση των τιμών των μετοχών REITs κατά τη διάρκεια του χρονικού πλαισίου 2003-2006, αντικατοπτρίζει εν μέρει τις υψηλότερες αποτιμήσεις των εμπορικών ακινήτων σε ένα γενικότερο πλαίσιο.

2007 through 2010: REITs Survive the Great Recession (Τα REITs επιβιώνουν από την μεγάλη ύφεση)

Στις 7 Φεβρουαρίου 2007, οι μετοχές των REITs ανέβηκαν σε τέτοια επίπεδα που δεν είχαν φτάσει ποτέ πριν στο παρελθόν. Αυτό ήταν το θετικό της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Ωστόσο, σταθμό αυτής της περιόδου αποτέλεσε η κρίση των μετοχών REITs που ακολούθησε και η οποία θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως η σοβαρότερη στην ιστορία των REITs. Η κατακόρυφη πτώση από το ζενίθ στο ναδίρ ξεπέρασε το 76% μέσα σε δύο χρόνια. Μια μερίδα των επενδυτών ανησύχησε και για την ίδια την επιβίωση της βιομηχανίας των REITs εν γένει, ειδικότερα όταν μια από τις μεγαλύτερες και πιο αξιόπιστες εταιρείες REITs, η General Growth Properties, υπέβαλε αίτηση για την ένταξη της σε καθεστώς πτώχευσης στις 16 Απριλίου 2009 (Block, 2012). Μεγάλο μέρος της ευθύνης για αυτό το συγκλονιστικό πλήγμα

στην αγορά των REITs μπορεί να αποδοθεί σε μια "τέλεια καταιγίδα". Αρχικά, οι τιμές των εμπορικών ακινήτων ήταν αρκετά υψηλές το 2007, γεγονός που αντικατοπτρίζεται και στις υψηλές τιμές των μετοχών REITs. Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι οι μετοχές ήταν σε μια "φούσκα" εκείνη την περίοδο ενώ κάποιοι άλλοι πιστεύουν ότι απλώς τιμολογήθηκαν με γνώμονα ότι οι παγκόσμιες οικονομίες θα εξακολουθούσαν να ευημερούν και να επεκτείνονται με χαμηλό πληθωρισμό, χωρίς να ελλοχεύει ο κίνδυνος ανατροπής της υφιστάμενης κατάστασης (Block, 2012). Όμως, η κατάσταση πήρε αρνητική τροπή. Τα ολοένα αυξανόμενα προβλήματα στην αγορά ακινήτων σε συνδυασμό με την ανακάλυψη ότι οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες των ΗΠΑ είχαν στοιχηματίσει σε παράγωγα χρεογράφων, των οποίων οι αξίες εξαρτώνταν σε μεγάλο βαθμό από τις τιμές των ακινήτων καθώς και από τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, δρομολόγησαν τις εξελίξεις στις πιστωτικές αγορές. Οι επενδυτικές τράπεζες που ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες σε τεράστιες επενδυτικές απώλειες, άρχισαν να βρίσκονται σε ιδιαίτερα δύσκολη θέση. Η κατάρρευση της Bear Stearns την άνοιξη του 2008 ήταν μόνο η κορυφή του παγόβουνου. Μέχρι το Σεπτέμβριο του 2008, η Lehman Brothers είχε υποβάλει αίτηση πτώχευσης, η Merrill Lynch έπρεπε να πωληθεί στην Bank of America και η American International Group ήταν στα πρόθυρα της καταστροφής (Block, 2012). Ενόψει των εξελίξεων, το Κογκρέσο και η Fed έλαβαν μέτρα προκειμένου να ενισχύσουν οικονομικά τις μεγάλες τράπεζες μέσω ομοσπονδιακών προγραμμάτων, όπως το Troubled Asset Relief Program (TARP). Παρόλο αυτά, η οικονομία των ΗΠΑ και κατ' επέκταση και οι αγορές ακινήτων οδηγήθηκαν σε βαθιά ύφεση. Ως αποτέλεσμα, οι τιμές των εμπορικών ακινήτων, αντανakλώντας την έλλειψη πίστωσης και τη γενικότερη πρόβλεψη για αύξηση των κενών κτηρίων και την μείωση των ενοικίων, άρχισαν να πέφτουν κατακόρυφα. Οι μειώσεις στα REITs NAVs ήταν, στις περισσότερες περιπτώσεις, ακόμη μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες μειώσεις των τιμών στις τοπικές αγορές ακινήτων, διότι οι εταιρείες REITs μεταφέραν το χρέος στους ισολογισμούς τους και το χρέος αυτό μεγέθυνε την πτώση των αξιών των ακινήτων τους. Οι επενδυτές, ωστόσο, έπρεπε να αντιμετωπίσουν ένα ακόμη ζήτημα. Οι εταιρείες ακινήτων, όπως και οι περισσότεροι ιδιοκτήτες ακινήτων, χρησιμοποιούσαν κατά κύριο λόγο τη μόχλευση χρέους για να αγοράσουν και να χρηματοδοτήσουν τα ακίνητά τους, πρακτική που αυξάνει τον κίνδυνο αλλά ταυτόχρονα αυξάνει και το προσδοκώμενο κέρδος. Εν προκειμένω, τα επίπεδα μόχλευσης χρέους δεν θεωρούνταν ανησυχητικά παρότι η κατάσταση όδευε προς την ύφεση του 2007. Με λίγες μόνο εξαιρέσεις, όπως στην περίπτωση της General Growth Properties, η διάρκεια του χρέους κρίθηκε διαχειρίσιμη. Ωστόσο, οι αναλογίες του χρέους προς τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) είχαν αυξηθεί και αυτό αποτελούσε ένα προειδοποιητικό σημάδι. Δεν υπήρχαν πολλές εναλλακτικές

για τις εταιρείες REITs προκειμένου να σταματήσουν την πτώση των τιμών των ακινήτων ή τη μείωση των ενοικίων, αλλά αυτό που θεωρήθηκε επιτακτική ανάγκη ήταν να βελτιώσουν τους ισολογισμούς τους μειώνοντας τη μόχλευση χρέους. Και αυτό έκαναν. Άντλησαν ιδία κεφάλαια, πούλησαν περιουσιακά στοιχεία, διευθέτησαν βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, μείωσαν τα μερίσματα ή/και τα κατέβαλαν σε μετοχές και διαφύλαξαν με κάθε δυνατό τρόπο τη ρευστότητα. Η αλήθεια είναι ότι οι εταιρείες REITs ακολούθησαν διαφορετικές στρατηγικές για την αντιμετώπιση της ύφεσης. Ειδικότερα, κάποιες εταιρείες ακινήτων εστίασαν στην αποπληρωμή του χρέους ώστε να μειωθούν οι γενικοί δείκτες μόχλευσης και στην ειδική διευθέτηση των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων. Οι συμβάσεις πίστωσης τροποποιήθηκαν, τα μη βεβαρημένα ακίνητα υποθηκεύτηκαν και το ήδη υφιστάμενο εξασφαλισμένο χρέος αναχρηματοδοτήθηκε και όλες αυτές οι μέθοδοι συνέτειναν στην επιμήκυνση της μέσης διάρκειας του χρέους και στην χρηματοδότηση των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων. Μια άλλη στρατηγική που ακολουθήθηκε από πολλά REITs, επώδυνη μεν αλλά αναγκαία, αφορούσε τη διανομή των μερισμάτων. Οι περισσότερες από αυτές τις ενέργειες επιβλήθηκαν λόγω της αιφνίδιας και σημαντικής μείωσης των ελεύθερων ταμειακών ροών όπως προέκυψαν από τις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών στην αγορά ακινήτων, οι οποίες ήταν αποτέλεσμα της πτώσης των ταμειακών ροών ανά μετοχή. Σε πολλές περιπτώσεις, για παράδειγμα, όπως στη Simon Property, τα REITs μείωσαν σε σημαντικό βαθμό τα μερίσματά τους και πιθανότατα περισσότερο από ότι ήταν απολύτως απαραίτητο, προκειμένου να εξασφαλίσουν κεφάλαια για την αγορά ακινήτων σε εξαιρετικά συμφέρουσες τιμές, δεδομένης της επικρατούσας κατάστασης στην αγορά των εμπορικών ακινήτων. Εν γένει, η μείωση των μερισμάτων ήταν μια επίπονη διαδικασία για τις εταιρείες ακινήτων. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα REITs επωφελήθηκαν από τη φορολογική διαδικασία εσόδων, όπως ίσχυε τον Δεκέμβριο του 2008, βάσει της οποίας μπορούσαν να καταβάλλουν τα μερίσματά τους εν μέρει σε απόθεμα, εφόσον πληρούνταν συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Αυτή η πρακτική, αν και όχι τόσο δημοφιλής στην πλειοψηφία των επενδυτών, συνέβαλε στην διατήρηση της ρευστότητας για τη μείωση του χρέους. Μέχρι το τέλος του 2010, μόνο μια μερίδα των REITs πλήρωναν τα μερίσματά τους εν μέρει σε απόθεμα. Παρά την τεράστια και οδυνηρή μείωση των μετοχών REITs κατά τα έτη 2007 και 2008, ανέκαμψαν σχετικά άμεσα το 2009 και το 2010.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο :

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ REITs ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΧΩΡΕΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ

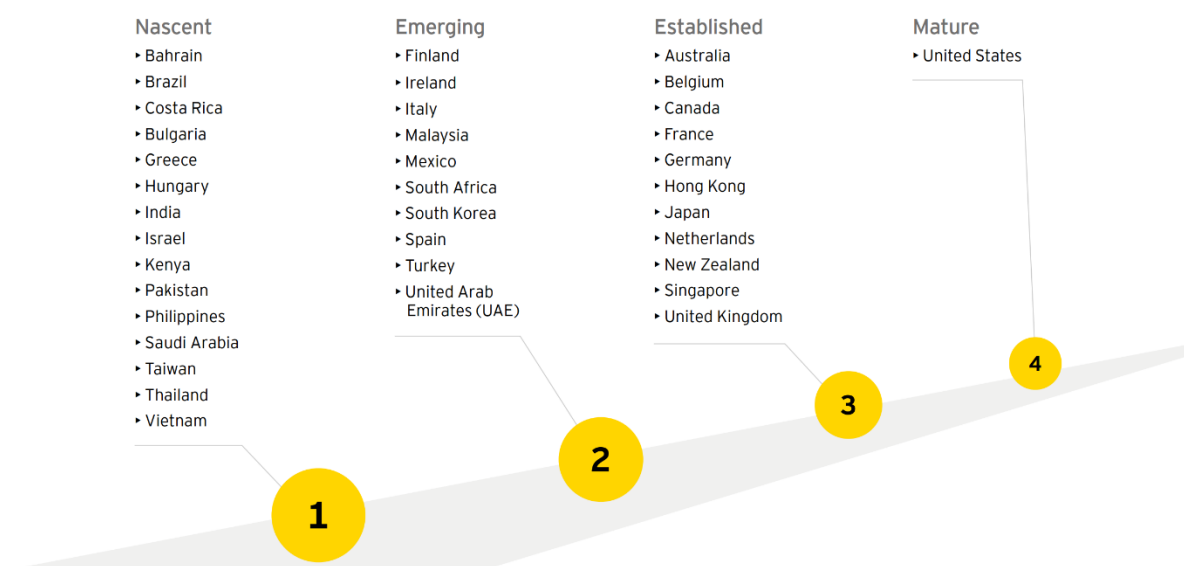
Ο θεσμός των REITs εμφανίστηκε για πρώτη φορά στην Αμερική το 1960. Ακολούθησαν η Ευρώπη και ειδικότερα η Ολλανδία, η πρώτη ευρωπαϊκή πόλη που εισήγαγε τον συγκεκριμένο θεσμό το 1969 και η Αυστραλία το 1971. Ωστόσο, μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '90, η ανάπτυξη των REITs παγκοσμίως δεν ήταν η αναμενόμενη καθώς λίγες χώρες είχαν εισαγάγει τα REITs σε εθνικό επίπεδο. Στα τέλη της δεκαετίας του '90 παρατηρείται ραγδαία ανάπτυξη τους στις αγορές των ΗΠΑ, του Καναδά και της Αυστραλίας, γεγονός που σηματοδοτεί την εξέλιξη των REITs σε ένα σημαντικό όχημα για διακρατικές επενδύσεις επί της ακίνητης περιουσίας διεθνώς. Ο θεσμός των REITs τα τελευταία χρόνια κερδίζει ολοένα και μεγαλύτερο πρόσφορο έδαφος στην Ασία και στην Ευρώπη. Η ξαφνική έκρηξη των εταιρειών REITs κατά την πάροδο των τελευταίων ετών επηρέασε και εξακολουθεί να επηρεάζει όλες τις χώρες ακόμα και τις χώρες που υιοθέτησαν τον θεσμό των REITs δεκαετίες νωρίτερα, με αποτέλεσμα η πλειοψηφία των χωρών να οδηγείται στην «εναρμόνιση» των εθνικών επενδυτικών τους οχημάτων επί των ακινήτων σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα.

Σε παγκόσμιο επίπεδο, η ακίνητη περιουσία και οι εταιρείες επενδύσεων επί ακίνητης περιουσίας (REITs) κάνουν ιδιαίτερα αισθητή την παρουσία τους, αυξάνοντας τον ρυθμό ανάπτυξης. Σήμερα, υπάρχουν 37 αγορές REIT με συνολικό ανώτατο όριο αγοράς περίπου 1,7 δις δολάρια. Επτά ακόμα χώρες (Ιρλανδία, Νότια Αφρική, Ινδία, Κένυα, Μπαχρέιν, Βιετνάμ και Σαουδική Αραβία) έχουν θεσπίσει το νομικό πλαίσιο των εταιρειών REITs από το 2013, ενώ η Πολωνία και η Κίνα βρίσκονται πιο κοντά στη θέσπιση της νομοθεσίας των REITs (Ernst & Young (2019), 'Global REIT Markets'). Όλες οι χώρες ακολουθούν τις διεθνείς κατευθυντήριες αρχές αναφορικά με το νομικό και φορολογικό καθεστώς των REITs, προσαρμόζοντας όμως τον θεσμό σύμφωνα με τις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας από οικονομική, φορολογική και νομική άποψη. Ωστόσο, πολλές από τις χώρες που βρίσκονται ακόμα στα πρώτα στάδια της οργάνωσης και διαμόρφωσης του συγκεκριμένου θεσμού, πρέπει να ενημερώνονται για τις τελευταίες εξελίξεις γύρω από το θεσμό των REITs ώστε να μπορούν να τις εντάξουν στο επικείμενο νομοθετικό πλαίσιο. Στην προσπάθεια αυτή, οι επικεφαλής που ηγούνται των διαδικασιών για την θέσπιση της νομοθεσίας των REITs και του ευρύτερου πλαισίου λειτουργίας τους,

επιδιώκουν να διευρύνουν τις γνώσεις τους πάνω στο συγκεκριμένο αντικείμενο, ερχόμενοι σε επαφή με τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς και παράλληλα αναζητώντας διάφορες εναλλακτικές μεθόδους χρηματοδότησης και συνολικής διάρθρωσης που χρησιμοποιούνται στις πιο ώριμες αγορές των REITs, ώστε να μπορέσουν να δημιουργήσουν μια πλήρως λειτουργική αγορά για τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Αναμφισβήτητα, οι εταιρείες REITs δραστηριοποιούνται σε ένα δυναμικό περιβάλλον που εξελίσσεται διαρκώς με ταχύτατους ρυθμούς καθώς παράγοντες όπως η διευρυμένη χρήση της τεχνολογίας, η αλλαγή των δημογραφικών στοιχείων, η τροποποίηση και επικαιροποίηση της νομοθεσίας, η εναλλαγή των κυβερνητικών σχηματισμών και η παγκοσμιοποίηση συμβάλλουν στην επιτάχυνση των αλλαγών και στην συνεχή ροή των εξελίξεων. Επομένως, στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμη η παρουσίαση του θεσμού των σημερινών REITs (με έμφαση στο νομικό και φορολογικό τους καθεστώς) σε ορισμένες χώρες του κόσμου, όπως η Γαλλία, η Αγγλία, η Αμερική, η Ιαπωνία και η Σιγκαπούρη, των οποίων οι αγορές των REITs χαρακτηρίζονται, σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, ως παγιωμένες, με εξαίρεση την αγορά των αμερικάνικων REITs που χαρακτηρίζεται ώριμη.

Figure 1: Stages of REIT regime maturity



¹ Global perspectives: 2016 REIT report, EYGM Limited, September 2016.

² SNL Financial XL database, SNL website, <https://marketintelligence.spglobal.com>, accessed 15 August 2017.

³ Ibid.

(Πηγή: <https://www.reitas.sg/wp-content/uploads/2019/11/ey-global-reit-markets.pdf>)

ΓΑΛΛΙΑ

1. Εισαγωγικά στοιχεία

	Έτος Ίδρυσης	Νομοθεσία
SIIC (Sociétés d'investissements immobiliers cotées)	2003	- Άρθρο 11 του δημοσιονομικού νόμου του 2003 - Επίσημες οδηγίες των γαλλικών φορολογικών αρχών

Σύνοψη τομέα

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
France	30	6	EUR 51,010	1.77%

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Κορυφαία REITs

Company Name	Mkt Cap	1 yr return (EUR)%	Div Yield	% of Global REIT Index
Gecina	EUR 9,755	-6.19%	4.10%	0.60%
Klepierre	EUR 8,564	-5.36%	3.56%	0.49%
Covivio	EUR 7,643	8.47%	5.00%	0.35%
Icade	EUR 2,146	3.46%	9.53%	0.04%
Carmila	EUR 1,064	-27.99%	9.65%	0.06%

* Όλα τα ανώτατα όρια και οι αποδόσεις της αγοράς έχουν υπολογιστεί σε ευρώ και είναι επικαιροποιημένα έως τις 28 Ιουνίου 2019. Ο Γενικός Δείκτης REIT είναι ο Δείκτης FTSE ELEPRA Nareit Global REITs. Πηγή: EPRA, Ιούλιος 2019.

2. Προϋποθέσεις

A. Διατυπώσεις/διαδικασία

Βασικές προϋποθέσεις

- Η αίτηση πρέπει να κατατίθεται στην αρμόδια δ.ο.υ. της μητρικής εταιρείας μαζί με τον κατάλογο των θυγατρικών εταιρειών που πρόκειται να επιλεγούν για την ένταξη τους στο καθεστώς των SIICs
- Ο κατάλογος των θυγατρικών εταιρειών πρέπει να επικαιροποιείται μία φορά το χρόνο

Η ενδιαφερόμενη εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητα (δηλαδή η εισηγμένη μητρική εταιρεία), προκειμένου να ενταχθεί στο ευνοϊκό καθεστώς των SIICs, πρέπει να υποβάλει αίτηση στις γαλλικές φορολογικές αρχές έως το τέλος του τέταρτου μήνα του οικονομικού έτους κατά το οποίο η εν λόγω εταιρεία επιθυμεί να προβεί στις ενέργειες ένταξης στο καθεστώς των SIICs.

Η προαναφερόμενη αίτηση μπορεί επίσης να κατατεθεί από τις θυγατρικές που υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος εταιρειών, εφόσον (i) τουλάχιστον το 95% του μετοχικού τους κεφαλαίου ανήκει άμεσα ή έμμεσα σε μία ή περισσότερες εισηγμένες μητρικές εταιρείες που έχουν κριθεί ότι πληρούν τις προϋποθέσεις για την ένταξή τους στο καθεστώς των SIICs ή από κοινού από μία ή περισσότερες μητρικές εταιρείες SIICs καθώς και από μία ή περισσότερες SPICAV (Societe de Placement a Preponderance Immobiliere a Capital Variable) και εφόσον ii) το κύριο αντικείμενό δραστηριότητάς τους είναι το ίδιο με εκείνο της εισηγμένης μητρικής εταιρείας.

Η εν λόγω διαδικασία είναι αμετάκλητη και τίθεται σε ισχύ από την πρώτη ημέρα του οικονομικού έτους κατά τη διάρκεια του οποίου πραγματοποιήθηκε. Επίσης, η επιλογή για ένταξη στο καθεστώς των SIICs θεωρείται παγκόσμια, διότι ισχύει για όλα τα ακίνητα και τις μετοχές, που αποτελούν περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας.

B. Νομική μορφή/Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο

Νομική μορφή	Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο
• Ανώνυμη εταιρεία ή άλλου είδους εταιρική μορφή που μπορεί να εισαχθεί στην χρηματιστηριακή αγορά • Εταιρεία περιορισμένης ευθύνης	15 εκατ. ευρώ (εκτός από τις θυγατρικές μιας μητρικής εταιρείας - εισηγμένης-που επιλέγει το καθεστώς των SIICs)

Νομική μορφή

Η μητρική εταιρεία που επιλέγει την ένταξή της στο καθεστώς των SIICs πρέπει να έχει τη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας (Societe Anonyme) ή οποιασδήποτε άλλης εταιρικής μορφής της οποίας το κεφάλαιο διαιρείται σε μετοχές και μπορεί να εισαχθεί στο χρηματιστήριο (π.χ. Societe en Commandite par Actions). Το καθεστώς των SIICs δεν προϋποθέτει τη σύσταση της μητρικής εταιρείας σύμφωνα με τις επιταγές του γαλλικού δικαίου ή η μητρική εταιρεία να έχει τη φορολογική της έδρα στη Γαλλία.

Οι ξένες εταιρείες, εισηγμένες σε χρηματιστήριο που ρυθμίζεται από την νομοθεσία της ΕΕ (ή σε οποιοδήποτε χρηματιστήριο που υπόκειται στους ίδιους κανόνες με τα χρηματιστήρια της ΕΕ) και εφόσον πληρούν τις προβλεπόμενες προϋποθέσεις, μπορούν να ενταχθούν στο καθεστώς SIIC για το σύνολο των δραστηριοτήτων που διεξάγεται εντός της γαλλικής επικράτειας. Επίσης, η ξένη εταιρεία θα πρέπει να έχει μόνιμη εγκατάσταση στη Γαλλία και το εταιρικό της εισόδημα να φορολογείται σύμφωνα με τη γαλλική φορολογική νομοθεσία.

Γ. Υποχρεώσεις μετόχων/προϋποθέσεις εισαγωγής στο χρηματιστήριο

Υποχρεώσεις μετόχων	Υποχρεωτική εισαγωγή στο χρηματιστήριο
-Οι μέτοχοι δεν πρέπει να κατέχουν μεγαλύτερο ποσοστό από το 60% του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της μητρικής εταιρείας SIIC -Κατά τη στιγμή της ένταξης στο καθεστώς των SIICs, το 15% του μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου πρέπει να ανήκει στους μετόχους, οι οποίοι ατομικά κατέχουν μικρότερο ποσοστό από το 2% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου	Ναι

Δ. Περιουσιακά στοιχεία/Αντικείμενο δραστηριοτήτων

Περιουσιακά στοιχεία/Αντικείμενο δραστηριοτήτων
-Κύρια δραστηριότητα των εταιρειών SIIC είναι η αγορά ή/και την κατασκευή ακινήτων με σκοπό την ενοικίαση, την πώληση καθώς και τις άμεσες ή έμμεσες επενδύσεις επί των ακινήτων του χαρτοφυλακίου -Δεν απαιτείται συγκεκριμένο ποσοστό περιουσιακών στοιχείων -Οι παρεπόμενες δραστηριότητες των εταιρειών SIIC δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 20% της ακαθάριστης λογιστικής αξίας του ενεργητικού

Ε. Μόχλευση

Μόχλευση

Το γαλλικό καθεστώς των SIICs δεν προβλέπει ειδικούς όρους μόχλευσης. Βάσει της γαλλικής νομοθεσίας, όμως, τίθενται περιορισμοί σχετικά με τη φορολογική απαλλαγή των δαπανών τους (π.χ. μέγιστος φορολογικός συντελεστής απαλλαγής, αυστηροί κανόνες κεφαλαιοποίησης, αντι-υβριδικός μηχανισμός, νεότεροι περιοριστικοί κανόνες κεφαλαιοποίησης και γενικότερη μείωση τόκων, όπως προβλέπεται από τον δημοσιονομικό νόμο του 2019)

ΣΤ. Διανομή κερδών

1.Λειτουργικό εισόδημα	2.Κεφαλαιακά κέρδη	3.Μερίσματα	Χρονοδιάγραμμα
95% των αφορολόγητων κερδών	70% των κεφαλαιακών κερδών	100% των μερισμάτων	1.Πρέπει να διανέμονται πριν το τέλος του επόμενου φορολογικού έτους 2.Πρέπει να διανέμονται πριν το τέλος του δεύτερου φορολογικού έτους 3.Πρέπει να διανέμονται πριν το τέλος του φορολογικού έτους

3. Φορολογικό καθεστώς των REITs

Φόρος εταιρικών εισοδημάτων

Ένταξη στο καθεστώς SIIC	Τρέχοντα έσοδα	Κεφαλαιακά κέρδη	Παρακράτηση φόρου
Παύση δραστηριότητας	Τα τρέχοντα έσοδα απαλλάσσονται από τη φορολόγηση	Τα κεφαλαιακά κέρδη απαλλάσσονται από την φορολόγηση	- Το εισόδημα δεν υπόκειται σε παρακράτηση φόρου -Οι φόροι που παρακρατούνται

			από τα εισοδήματα ξένης προέλευσης ενδέχεται να πιστωθούν εφόσον υφίσταται και εφαρμόζεται διμερής φορολογική συμφωνία
--	--	--	--

4. Φορολογικό καθεστώς μετόχων REITs

α. Εγγώριοι μέτοχοι

Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)	Μέτοχος (Φυσικό Πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
- Τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με τον συντελεστή 31% συν τις προσαυξήσεις, όπως ίσχυε για το 2019 - Οι επιστροφές κεφαλαίων είναι συνήθως αφορολόγητες	- Τα κέρδη κεφαλαίου και τα μερίσματα υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος, από την 1η Ιανουαρίου 2018, μέσω σταθερής παρακράτησης φόρου της τάξης του 30% (12,8 % + 17,2 % κοινωνικές εισφορές) - Οι επιστροφές κεφαλαίου είναι συνήθως αφορολόγητες	Η παρακράτηση φόρου της τάξης του 15% μπορεί να εφαρμόζεται στα μερίσματα που καταβάλλονται από το μη φορολογητέο εισόδημα της μητρικής εταιρείας

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

β. Ξένοι μέτοχοι

Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)	Μέτοχος (Φυσικό Πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
Παρακράτηση φόρου επί των μερισμάτων	Παρακράτηση φόρου επί των μερισμάτων	Κατά κανόνα, παρακράτηση φόρου ύψους 30%

		(ή μειωμένος φορολογικός συντελεστής) • Σε καμία περίπτωση, δεν εφαρμόζεται η οδηγία της ΕΕ για τις μητρικές και τις θυγατρικές εταιρείες
--	--	--

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

5. Φορολογικό καθεστώς των αλλοδαπών REITs και των εγχώριων μετόχων της

Ξένο Reit	Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)	Μέτοχος (Φυσικό Πρόσωπο)
Υφίσταται η δυνατότητα επιλογής για την ένταξη στο καθεστώς των SIICs	Ίδιο φορολογικό καθεστώς, όπως ισχύει για τους εγχώριους μετόχους των SIICs	Ίδιο φορολογικό καθεστώς, όπως ισχύει για τους εγχώριους μετόχους των SIICs

ΑΓΓΛΙΑ (ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ)

1. Εισαγωγικά στοιχεία

Έτος ίδρυσης		Νομοθεσία	Τύπος REIT
UK-REIT	2007	- Δημοσιονομικός Νόμος του 2006 - Θέσπιση τροποποιητικής νομοθεσίας κατά τη διάρκεια της άνοιξης του 2010 - Μεταγενέστεροι τροποποιητικοί νόμοι (2012-2019)	Εταιρεία

Σύνοψη τομέα

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
UK	55	33	EUR 63,988	4.79%

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Κορυφαία REITs*

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Segro	EUR 8,907	11.90%	2.57%	0.78%
Land Securities Group	EUR 6,904	-8.17%	5.47%	0.58%
British Land Co	EUR 5,712	-15.29%	5.76%	0.50%
Derwent London	EUR 3,888	2.46%	2.11%	0.30%
Tritax Big Box REIT	EUR 2,944	4.42%	4.12%	0.26%

*. Όλα τα ανώτατα όρια και οι αποδόσεις της αγοράς έχουν υπολογιστεί σε ευρώ και είναι επικαιροποιημένα έως τις 28 Ιουνίου 2019. Ο Γενικός Δείκτης REIT είναι ο Δείκτης FTSE ELEPRA Nareit Global REITs. Πηγή: EPRA, Ιούλιος 2019.

2. Προϋποθέσεις

A. Διαδικασία

Βασικές προϋποθέσεις

-Η αίτηση για την υπαγωγή μιας εταιρείας στο καθεστώς των αγγλικών REITs πρέπει να κατατεθεί πριν από τη μετατροπή της.

-Για την ένταξη μια εταιρείας στο καθεστώς των αγγλικών REITs, πρέπει να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Να έχει την φορολογική της έδρα στο Ηνωμένο Βασίλειο
- Να διαθέτει μετοχές που μπορούν να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση σε αναγνωρισμένη χρηματιστηριακή αγορά και
- Να διαθέτει μετοχές που εμπίπτουν στην έννοια της «εισηγμένης μετοχής» στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (ή σε ξένο ισοδύναμο χρηματιστήριο) ή να μπορούν να διαπραγματευτούν σε αναγνωρισμένη χρηματιστηριακή αγορά (Δεν ισχύει για τα τρία πρώτα χρόνια).
- Νομικά, πρέπει να χαρακτηρίζεται ως εταιρεία επενδύσεων κλειστού τύπου.
- Ως προς την μετοχική της σύνθεση, δεν πρέπει να χαρακτηρίζεται ως “κλειστή” (‘close’) εταιρεία (δεν ισχύει για τα τρία πρώτα έτη).
- Να διαθέτει αποκλειστικά μετοχές που είναι κοινές (εκ των οποίων μπορεί να υπάρχει μόνο μία κατηγορία) ή συγκεκριμένο αριθμό προνομιούχων μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου.
- Να μην έχει δάνεια που σχετίζονται με την απόδοση
- Η μητρική εταιρεία πρέπει να υποβάλει οικονομικές καταστάσεις

B. Νομική μορφή/ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο

Νομική μορφή	Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο
Εισηγμένη εταιρεία κλειστού τύπου	700.000 GBP (εφόσον είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου)

*Ως εισηγμένη εταιρεία επενδύσεων κλειστού τύπου χαρακτηρίζεται μία εταιρεία επενδύσεων που διαχειρίζεται αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου (δημιουργούνται όταν μια εταιρεία επενδύσεων συγκεντρώνει κεφάλαια μέσω μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς και έπειτα οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο) και εισάγεται στη χρηματιστηριακή αγορά με συγκεκριμένο αριθμό μετοχών προς πώληση μέσω μίας αρχικής δημόσιας προσφοράς, Initial Public Offering, IPO.

(<https://www.investopedia.com/terms/c/closedendmanagementcompany.asp>)

Γ. Καθεστώς μετόχων/υποχρέωση εισαγωγής στο χρηματιστήριο

Καθεστώς μετόχων	Υποχρεωτική καταχώρηση
• Δεν πρέπει να χαρακτηρίζεται “κλειστή” εταιρεία* • Δεν επιτρέπεται ένας μόνο εταιρικός μέτοχος να κατέχει το 10% ή μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών/δικαιωμάτων ψήφου • Κανένας περιορισμός στους ξένους μετόχους	• Ναι, πρέπει να είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε αναγνωρισμένο χρηματιστήριο. Ειδικότερα, πρέπει να είναι είτε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (ή σε ξένο αντίστοιχο χρηματιστήριο) είτε να διαπραγματεύονται σε οποιοδήποτε χρηματιστηριακή αγορά αναγνωρισμένη από τις φορολογικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου (εντός τριετίας)

* Μία αγγλική εταιρεία REIT δεν πρέπει να χαρακτηρίζεται ως “κλειστή” εταιρεία (close company). Μία εταιρεία θεωρείται “κλειστή” όταν ελέγχεται από πέντε ή λιγότερους μετόχους. Ως εκ τούτου, θα πρέπει τουλάχιστον το 35% των μετοχών της να ανήκει στο “δημόσιο”. Εν προκειμένω, στην έννοια του δημοσίου συμπεριλαμβάνονται οι ιδιώτες επενδυτές (φυσικά και νομικά πρόσωπα) που κατέχουν λιγότερο από το 5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου και οι θεσμικοί επενδυτές όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία. (EPRA, *Global REIT Survey 2019*)

Δ. Περιουσιακά στοιχεία/αντικείμενο δραστηριότητας

Περιουσιακά στοιχεία/Αντικείμενο δραστηριότητας
• Τουλάχιστον το 75% των καθαρών κερδών ενός αγγλικού REIT πρέπει να προέρχεται από την ενοικίαση ακινήτων (υπολογίζεται με βάση τις οικονομικές καταστάσεις) • Τουλάχιστον το 75% των περιουσιακών στοιχείων ενός αγγλικού REIT πρέπει να διατίθεται για την ενοικίαση ακινήτων (υπολογίζεται με βάση τις οικονομικές καταστάσεις) • Το REIT πρέπει να διαθέτει τουλάχιστον τρεις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων • Καμία κατηγορία περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να υπερβαίνει το 40% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων

- Μπορεί να επενδύσει σε ακίνητα που βρίσκονται εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου

Ε. Μόγλευση

Μόγλευση

Οι δαπάνες των τόκων προσδιορίζονται με βάση τον δείκτη του κόστους χρηματοδότησης. Ο συγκεκριμένος δείκτης προκύπτει από τα «κέρδη των ακινήτων» δηλαδή, τα κέρδη από την ενοικίαση των ακινήτων χωρίς να αφαιρείται η έκπτωση από τους τόκους, τις ζημίες από προηγούμενη λογιστική περίοδο και οι αποσβέσεις φόρου (κεφαλαιακές αποζημιώσεις) διαιρούμενα με το κόστος χρηματοδότησης ακινήτων. Τα έξοδα περιορίζονται στο κόστος των τόκων και στην απόσβεση που σχετίζεται με τη χρηματοδότηση.

ΣΤ. Διανομή κερδών

Λειτουργικό εισόδημα	Κεφαλαιακά κέρδη	Χρονοδιάγραμμα
• 90% των εσόδων από τα μισθωμένα ακίνητα • 100% των PIDS (Property Income Distribution- Διανομή Εισοδήματος Ακινήτου) από άλλα REITs	Δεν περιλαμβάνονται στην υποχρέωση διανομής	Εντός 12 μηνών από το τέλος του λογιστικού έτους

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

3. Φορολογικό καθεστώς των REITs

α. Φόρος εταιρειών/παρακράτηση φόρου

Τρέχοντα έσοδα	Κεφαλαιακά κέρδη	Παρακράτηση φόρου
• Τα έσοδα από την ενοικίαση των ακινήτων απαλλάσσονται από τον φόρο • Τα άλλα έσοδα των εταιρειών φορολογούνται με βάση τον ισχύοντα συντελεστή φόρου (19%)	• Τα κέρδη από τις πωλήσεις ακινήτων δεν φορολογούνται • Από τις 6 Απριλίου 2019, ένα αγγλικό REIT απαλλάσσεται από τον φόρο επί των πωλήσεων μετοχών σε βρετανικές εταιρείες ακινήτων (δηλαδή π.χ από τις εταιρείες ακινήτων που αντλούν τουλάχιστον το 75% της αξίας τους από τη γη του Ηνωμένου Βασιλείου). Η απαλλαγή ισχύει για το ποσοστό του κέρδους που προκύπτει από την εκμετάλλευση (μίσθωση) των ακινήτων της εταιρείας.	• Κατά κανόνα, δεν επιβάλλεται καμία παρακράτηση φόρου στη διανομή του υπολοίπου εισοδήματος των εταιρειών • Οι διανομές από τα PID υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου ύψους 20% εκτός εάν ο αποδέκτης είναι βρετανική εταιρεία, βρετανικό φιλανθρωπικό ίδρυμα ή βρετανικό συνταξιοδοτικό ταμείο • Η παρακράτηση φόρου επί του εισοδήματος μίσθωσης των ακινήτων που βρίσκονται εκτός Ηνωμένου Βασιλείου θα αφαιρεθεί κατά τον υπολογισμό του προβλεπόμενου PID • Η παρακράτηση φόρου επί της διανομής μερισμάτων ενδέχεται να υπόκειται σε φορολογικές ελαφρύνσεις

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

4. Φορολογικό καθεστώς μετόχου

α. Εγγώριος μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)	Μέτοχος(Φυσικό Πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
• Η διανομή των κερδών από τα εκμισθωμένα ακίνητα (PID) φορολογούνται με συντελεστή 19% (για μια μεγάλη εταιρεία) • Η διανομή των κερδών από τις υπόλοιπες δραστηριότητες των REITs (εκτός PID) απαλλάσσονται φορολογικά • Τα κεφαλαιακά κέρδη από τη διάθεση των μετοχών των αγγλικών REITs φορολογούνται σύμφωνα με τους συνήθεις φορολογικούς κανόνες	• Φόρος ύψους 20% στα PIDs (εισπράττεται μέσω παρακράτησης φόρου) • Ενδέχεται να επιβληθεί υψηλότερος φορολογικός συντελεστής και οι υπόχρεοι να πληρώσουν πρόσθετο φόρο (το ποσό του οποίου εξαρτάται από την προσωπική τους φορολογική κατάσταση, όπως αποδεικνύεται από τις φορολογικές τους δηλώσεις) • Τα κεφαλαιακά κέρδη από τη διάθεση των μετοχών των αγγλικών REITs φορολογούνται με τον συνήθη τρόπο	• Έκπτωση παρακράτησης φόρου ύψους 20% για τα PIDs σε μετόχους φυσικά πρόσωπα • Σε περίπτωση διανομής PID, δεν υφίσταται παρακράτηση φόρου εφόσον ο λήπτης του PID είναι μια βρετανική εταιρεία ή βρετανική φιланθρωπική οργάνωση ή βρετανικό ασφαλιστικό ταμείο • Οι μετοχές ενός αγγλικού REIT που κατέχονται μέσω ειδικών μορφών όπως ISA (Individual Savings Account- Ιδιωτικός Αποταμιευτικός Λογαριασμός), απαλλάσσονται φορολογικά

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

β. Ξένος μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)	Μέτοχος(Φυσικό πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
• Τελική παρακράτηση φόρου ύψους 20% για τα PIDS • Η διάθεση μετοχών σε αγγλικό REIT εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του φόρου υπεραξίας του Ηνωμένου Βασιλείου από τον Απρίλιο του 2019 (με την επιφύλαξη των προβλεπόμενων όρων εφόσον ισχύει και εφαρμόζεται Συνθήκη Περί Διπλής Φορολογίας) • Όταν το REIT εμπίπτει στον ορισμό του «Φορέα Συλλογικών Επενδύσεων» δεν θα επωφεληθεί από την φορολογική απαλλαγή σύμφωνα με τους κανόνες για τα κέρδη ακινήτων του 2019 εφόσον το ποσοστό συμμετοχής είναι μικρότερο από 25%	• Τελική παρακράτηση φόρου ύψους 20% για τα PID • Η διάθεση μετοχών σε αγγλικό REIT εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του φόρου υπεραξίας του Ηνωμένου Βασιλείου από τον Απρίλιο του 2019 (με την επιφύλαξη των προβλεπόμενων όρων εφόσον ισχύει και εφαρμόζεται Συνθήκη Περί Διπλής Φορολογίας) • Όταν το REIT εμπίπτει στον ορισμό του «Φορέα Συλλογικών Επενδύσεων» δεν θα επωφεληθεί από την φορολογική απαλλαγή σύμφωνα με τους κανόνες για τα κέρδη ακινήτων του 2019 εφόσον το ποσοστό συμμετοχής είναι μικρότερο από 25%	• Η φορολογική απαλλαγή είναι διαθέσιμη εφόσον αποδεικνύεται ότι πληρούνται οι προβλεπόμενες προϋποθέσεις • Η διανομή εισοδήματος ακινήτων μπορεί να θεωρηθεί διανομή μερισμάτων σύμφωνα με την πλειοψηφία των φορολογικών κανόνων • Δεν τίθεται σε εφαρμογή η ισχύουσα οδηγία μητρικής-θυγατρικής εταιρείας

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

5. Φορολογικό καθεστώς των αλλοδαπών REITs και των εγγόριων μετόγων τους

Ξένο REIT	Μέτοχος(Ν.Π) του Ηνωμένου Βασιλείου	Μέτοχος (Φ.Π)
Φορολογείται σύμφωνα με τους συνήθεις φορολογικούς κανόνες του Ηνωμένου Βασιλείου	Απαλλάσσεται φορολογικά	Φόρος 20%, 40% ή 45% επί του εισοδήματος στο εξωτερικό

ΑΜΕΡΙΚΗ (ΗΠΑ)

1. Εισαγωγικά στοιχεία

	Έτος ίδρυσης	Νομοθεσία	Τύπος REIT
US-REIT	1960	Φορολογικός Κώδικας	Εταιρεία

Σύνοψη τομέα*

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
United States	192	124	EUR 1,040,060	64.98%

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Κορυφαία REITs

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Prologis	EUR 44,368	28.99%	2.65%	3.85%
Simon Property Group	EUR 43,347	0.90%	5.07%	3.76%
Public Storage	EUR 36,500	11.89%	3.36%	2.70%
Welltower Inc.	EUR 28,991	40.37%	4.27%	2.53%
Avalonbay Communities	EUR 24,872	25.40%	2.99%	2.16%

*Όλα τα ανώτατα όρια και οι αποδόσεις της αγοράς έχουν υπολογιστεί σε ευρώ και είναι επικαιροποιημένα έως τις 28 Ιουνίου 2019. Ο Γενικός Δείκτης REIT είναι ο Δείκτης FTSE ELEPRA Nareit Global REITs. Πηγή: EPRA, Ιούλιος 2019.

2. Προϋποθέσεις

α. Διαδικασία

Βασικές προϋποθέσεις

Οι εταιρείες πρέπει να υποβάλουν ειδική φορολογική δήλωση και συγκεκριμένα το έντυπο 1120-REIT στην Εφορία για το έτος κατά το οποίο έχουν επιλέξει να ενταχθούν στο καθεστώς των REITs.

β. Νομική μορφή/ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο

Νομική μορφή	Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο
Οποιαδήποτε αμερικάνικη εταιρεία που φορολογείται ως εγχώρια εταιρεία	Δεν απαιτείται ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο για την ίδρυση ενός αμερικάνικου REIT.

Νομική μορφή

Ένα αμερικάνικο REIT μπορεί να έχει τη νομική μορφή οποιουδήποτε εταιρικού σχήματος (εταιρεία, κοινοπραξία, εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, κ.λπ.), η οποία θα πρέπει να φορολογείται ως εγχώρια εταιρεία. Επιπροσθέτως, η διοίκηση του REIT πρέπει να ανήκει σε έναν ή περισσότερους διαχειριστές ή διευθυντές, ενώ οι μετοχές ενός αμερικανικού REIT πρέπει να είναι μεταβιβάσιμες. Οι θυγατρικές ενός αμερικάνικου REIT, που κρίνονται φορολογητέες, μπορούν να βρίσκονται ή να οργανώνονται στο εξωτερικό.

γ. Υποχρεώσεις μετόχων/καταχώρησης στο χρηματιστήριο

Προϋποθέσεις μετόχων	Υποχρεωτική καταχώρηση
• Τουλάχιστον 100 μέτοχοι • Πέντε ή λιγότεροι μέτοχοι (φυσικά πρόσωπα) ή ιδρύματα δεν μπορούν να κατέχουν περισσότερο από το 50% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου κατά το τελευταίο εξάμηνο του φορολογητέου έτους • Κανένας περιορισμός στους αλλοδαπούς μετόχους	Όχι. Η καταχώρηση δεν καθίσταται υποχρεωτική για την ένταξη μίας εταιρείας στο καθεστώς REIT. Επίσης, υπάρχει πρόβλεψη για την ύπαρξη ιδιωτικών REITs.

δ. Περιουσιακά στοιχεία/αντικείμενο δραστηριοτήτων

Περιουσιακά στοιχεία/αντικείμενο δραστηριοτήτων

- Τουλάχιστον το 75% των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να αποτελείται από ακίνητα (συμπεριλαμβανομένων και των απαιτήσεων των ενυπόθηκων δανείων), κρατικά χρεόγραφα ή μετρητά
- Το 75% πρέπει να αποτελείται από συγκεκριμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, ενώ το 75% έως το 95% του εισοδήματος πρέπει να προέρχεται από συγκεκριμένα είδη δραστηριοτήτων ή τον συνδυασμό τους
- Ένα αμερικάνικο REIT δεν επιτρέπεται να κατέχει περισσότερο από το 10% των μετοχών άλλης εταιρείας, εκτός αν πρόκειται για διαφορετικό REIT ή για φορολογητέα θυγατρική εταιρεία REIT
- Το 5% των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να αποτελείται από κινητές αξίες οποιουδήποτε εκδότη, εκτός αν πρόκειται για άλλο REIT ή για φορολογητέα θυγατρική εταιρεία REIT
- Στο τέλος κάθε τριμήνου, τα περιουσιακά στοιχεία του REIT που αποτελούνται από τίτλους μιας ή περισσότερων φορολογητέων θυγατρικών εταιρειών δεν πρέπει να ξεπερνούν το 20% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων
- Μια αμερικανική εταιρεία REIT μπορεί να κατέχει, να διαχειρίζεται και να αξιοποιεί ακίνητα για το δικό της χαρτοφυλάκιο. Εάν διαχειρίζεται ακίνητα για τρίτους, το εισόδημα που προκύπτει απαλλάσσεται και πρέπει να ενταχθεί στο ποσοστό του 5% του προβλεπόμενου «επισφαλούς εισοδήματος». Τα αμερικανικά REITs μπορούν να διαχειρίζονται ή να εμπορεύονται ακίνητα για τρίτους μέσω των φορολογητέων θυγατρικών εταιρειών τους (Taxable Reit Subsidiaries- TRS).

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

ε. Μόχλευση

Μόχλευση

Δεν υφίστανται νομικοί περιορισμοί μόχλευσης για τις αμερικάνικες εταιρείες REIT. Ωστόσο, το νομοσχέδιο φορολογικής μεταρρύθμισης που ψηφίστηκε τον Δεκέμβριο του 2017 περιορίζει τη δυνατότητα μείωσης των επιτοκίων έως το 30% του EBITDA

στ. Διανομή κερδών

Λειτουργικό εισόδημα	Κεφαλαιακά κέρδη	Χρονοδιάγραμμα
Τουλάχιστον το 90% του βασικού φορολογητέου εισοδήματός	Δεν απαιτείται διανομή	Ετησίως

3. Φορολογικό καθεστώς των REITs

Φόρος εταιρειών/παρακράτηση φόρου

Τρέχοντα έσοδα	Κεφαλαιακά κέρδη	Παρακράτηση φόρου
Η φοροαπαλλαγή τους ή μη κρίνεται ανάλογα με το πως κατανέμονται: • Τα διανεμόμενα μερίσματα αφαιρούνται από τον υπολογισμό του φορολογητέου εισοδήματος ενός REIT. • Τα μερίσματα από τα άλλα εισοδήματα φορολογούνται όπως τα συνήθη μερίσματα με έκπτωση 20%	Κατά κανόνα, δεν φορολογούνται. Εξαίρεση αποτελούν τα κέρδη κεφαλαίου που δεν διατίθενται και υπόκεινται στον συνήθη φόρο εισοδήματος εταιρειών.	• Καμία επιστροφή του παρακρατούμενου φόρου επί του ξένου εισοδήματος • Η παρακράτηση φόρου επί του ξένου εισοδήματος μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως έκπτωση

4. Φορολογικό καθεστώς μετόχων

α. Εγγώριος μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό πρόσωπο)	Μέτοχος(Φυσικό πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
Τα έσοδα, τα κεφαλαιακά κέρδη και οι επιστροφές κεφαλαίου φορολογούνται με συντελεστή 21%	• Τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με τον ανώτατο συντελεστή του 23,8. Ωστόσο, εάν το κέρδος προκύπτει από την ανάκτηση της απόσβεσης, η φορολογική επιβάρυνση	Καμία παρακράτηση φόρου δεν επιβάλλεται επί των διανομών στους μετόχους

	κυμαίνεται στο 28,8% • Η επιστροφή κεφαλαίου απαλλάσσεται από τον φόρο • Οι μέτοχοι απολαμβάνουν έκπτωση 20% στη συνήθη φορολόγηση των μερισμάτων των REITs	
--	---	--

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

β. Ξένοι μέτοχοι

Μέτοχος (Νομικό πρόσωπο)	Μέτοχος (Φυσικό πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
• 30% επί της διανομής εισοδήματος • 21% επί της διανομής κεφαλαιακών κερδών • 10% επί της επιστροφής κεφαλαίου	• 30% επί της διανομής εισοδήματος • 21% επί της διανομής κεφαλαιακών κερδών • 10% επί της επιστροφής κεφαλαίου	• Διαθέσιμες φορολογικές ελαφρύνσεις

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Παρακράτηση φόρου

Στα συνήθη μερίσματα επιβάλλεται παρακράτηση φόρου ύψους 30%. Ο συντελεστής αυτός ενδέχεται να μειωθεί εφόσον υφίσταται σύμβαση διπλής φορολογίας. Οι ΗΠΑ επιβάλλουν συνήθως φόρο 15% στα μερίσματα που καταβάλλουν οι εταιρείες REITs των χωρών με τις οποίες έχουν έγκυρη σύμβαση διπλής φορολογίας. Το ποσό της επιστροφής κεφαλαίου που δεν υπόκειται σε παρακράτηση φόρου φορολογείται με συντελεστή 10%. Ο συντελεστής επιστρέφει στο 30% στην περίπτωση που οι ξένοι μέτοχοι κατέχουν περισσότερο από το 10% του κεφαλαίου. Τα ξένα συνταξιοδοτικά ταμεία και τα επενδυτικά ταμεία τυγχάνουν φορολογικής απαλλαγής.

Τα μερίσματα από κεφαλαιακά κέρδη που προκύπτουν από την πώληση ακινήτων στις ΗΠΑ υπόκεινται στη νομοθεσία περί φορολόγησης ακίνητης περιουσίας επί ξένων επενδύσεων (Foreign Investment in Real Property Tax Act, FIRPTA). Σύμφωνα με την FIRPTA, οι ξένοι

μέτοχοι αντιμετωπίζονται σαν να ήταν αμερικανοί φορολογούμενοι. Εκτός εάν ο μέτοχος κατέχει το 10% ή λιγότερο του κεφαλαίου μίας εισηγμένης εταιρείας REIT, τα μερίσματα υπεραξίας υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου 21% (συν τον φόρο επί των κερδών των θυγατρικών εταιρειών).

5. Φορολογικό καθεστώς των ξένων REITs και των εγγόριων μετόχων τους

Ξένο REIT	Μέτοχος (Ν.Π)	Μέτοχος (Φ.Π)
Κατά κανόνα, 30% παρακράτηση φόρου	- Οι διανομές μερισμάτων φορολογούνται με συντελεστή 21% - Η επιστροφή του κεφαλαίου απαλλάσσεται φορολογικά	- Τα μερίσματα φορολογούνται γενικά με ανώτατο συντελεστή 23,8% εάν ένα ξένο REIT δεν είναι «PFIC» (Passive Foreign Investment Company) Εάν το ξένο REIT θεωρείται PFIC, ο μέτοχος είτε υπόκειται σε φορολόγηση με συντελεστές έως 40,8% και άλλες σημαντικές επιβαρύνσεις κατά την διανομή εισοδήματος από το PFIC (ή διάθεση του αποθέματος του PFIC) είτε μπορεί να επιλέξει να φορολογηθεί επί της επένδυσης PFIC σε τρέχουσες τιμές βάσει της εισοδηματικής ροής ή των δεδομένων της αγοράς. - Η επιστροφή του κεφαλαίου απαλλάσσεται από την φορολόγηση

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Ιαπωνία

	Έτος ίδρυσης	Νομοθεσία	Τύπος REIT
J-REIT	2000	Δίκαιο Επενδυτικών Καταπιστευμάτων και Εταιρειών Επενδύσεων (Investment Trust Law- ITL)	*Καταπιστεύματα ή εταιρείες (Στην πράξη εφαρμόζεται μόνο ο εταιρικός τύπος)

* Καταπίστευμα: Το καταπίστευμα είναι μια έννομη σχέση παρακαταθήκης, στην οποία ο ένας συμβαλλόμενος, γνωστός ως διαθέτης, παρέχει στον αντισυμβαλλόμενο, τον διαχειριστή, το δικαίωμα κατοχής και διαχείρισης της ακίνητης περιουσίας ή άλλων περιουσιακών στοιχείων προς όφελος τρίτου, του καταπιστευματοδόχου. Τα καταπιστεύματα συστήνονται με σκοπό την προστασία των περιουσιακών στοιχείων του διαθέτη, τη διασφάλιση ότι τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία διανέμονται σύμφωνα με την βούληση του διαθέτη καθώς και την απολαβή πρακτικών ωφελειών όπως η εξοικονόμηση χρόνου, η αποφυγή γραφειοκρατικών κωλυμάτων και οι φορολογικές ελαφρύνσεις.

(<https://www.investopedia.com/terms/t/trust.asp>)

Σύνοψη τομέα

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector mkt cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Japan	66	36	EUR 118,827	8.23%

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Κορυφαία REITs

Company name	Mkt cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div yield %	% of Global REIT Index
Nippon Building Fund Inc	EUR 8,493	25.31%	2.81%	0.66%
Japan Real Estate Investment Corporation	EUR 7,406	21.68%	2.93%	0.61%
Nomura Real Estate Master Fund	EUR 6,141	16.51%	3.75%	0.51%
Nippon Prologis REIT	EUR 4,750	18.75%	3.55%	0.36%
Japan Retail Fund Investment	EUR 4,652	19.99%	4.06%	0.41%

*Όλα τα ανώτατα όρια και οι αποδόσεις της αγοράς έχουν υπολογιστεί σε ευρώ και είναι επικαιροποιημένα έως τις 28 Ιουνίου 2019. Ο Γενικός Δείκτης REIT είναι ο Δείκτης FTSE ELEPRA Nareit Global REITs. Πηγή: EPRA, Ιούλιος 2019.

2. Προϋποθέσεις

α. Διαδικασία

Βασικές προϋποθέσεις
• Σύσταση ή ανάθεση σε εταιρεία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων του REIT • Κατάθεση αίτησης για άδεια εκτέλεσης οικοδομικών εργασιών και αξιοποίησης οικοπέδων • Κατάθεση αίτησης για άδεια διενέργειας συναλλαγών επί ακινήτων (π.χ αγοραπωλησίες) • Εγγραφή της Εταιρείας Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων ως Διαχειριστής Επενδύσεων στην αρμόδια οικονομική αρχή • Εγγραφή του J-REIT στην αρμόδια κατά τόπο ΔΟΥ

β. Νομική μορφή/ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο

Νομική μορφή	Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο
--------------	----------------------------

Εταιρεία. Ένα J-REIT πρέπει να συσταθεί ως εγχώρια εταιρεία επενδύσεων σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία(ITL).	Οι μετοχές του J-REIT εντάσσονται σε μία κατηγορία και περιλαμβάνουν δικαίωμα ψήφου, γνωστές ως επενδυτικές μονάδες. Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για την ίδρυση ενός J-REIT είναι 100 εκατ JPY
--	---

γ. Καθεστώς μετόχων/υποχρέωση καταχώρησης

Προϋποθέσεις μετόχων	Υποχρεωτική καταχώρηση
- Δεν προβλέπονται ειδικότερες προϋποθέσεις βάσει της νομοθεσίας (ITL) - Οι μέτοχοι πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις ώστε να δικαιούνται έκπτωση επί της διανομής μερισμάτων σύμφωνα με τους ισχύοντες φορολογικούς κανόνες	Δεν καθίσταται υποχρεωτική η εισαγωγή ενός J-REIT στο χρηματιστήριο σύμφωνα με τη νομοθεσία ITL ή με τη φορολογική νομοθεσία.

δ. Περιουσιακά στοιχεία/Αντικείμενο δραστηριότητας

Περιουσιακά στοιχεία/Αντικείμενο δραστηριότητας
- Κατά κύριο λόγο, πρόκειται για ένα μέσο/ένα «όχημα» κατοχής περιουσιακών στοιχείων - Κύριο αντικείμενο δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις σε «ειδικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων». Στις «ειδικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων» περιλαμβάνονται: (1) τίτλοι/κινητές αξίες, (2) δικαιώματα παραγωγών, (3) ακίνητα, (4) δικαιώματα μίσθωσης ακινήτων, (5) δικαιώματα επί των ακινήτων, (6) γραμμάτια, (7) χρηματικές απαιτήσεις, (8) συμμετοχές σε διάφορες εταιρικές μορφές, (9) εμπορεύματα, (10) ορισμένα παράγωγα εμπορευμάτων, (11) μονάδες παραγωγής ανανεώσιμης ενέργειας και (12) δικαιώματα εκμετάλλευσης δημοσίων. Οι συγκεκριμένες κατηγορίες πρέπει να καλύπτουν περισσότερο από το 50% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων.

ε. Χρηματοδότηση

Χρηματοδότηση
Τα J-REITs μπορούν να εκδίδουν μετοχές και ομόλογα καθώς επίσης να λαμβάνουν δάνεια. Ειδικότερα, υπάρχουν τρεις μέθοδοι χρηματοδότησης των J-REITs: (1) έκδοση μετοχών, (2) έκδοση ομολόγων (Ομόλογα Επενδυτικών Εταιρειών), μόνο από J-REIT κλειστού τύπου, και (3) δάνεια από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Μία εναλλακτική μέθοδος χρηματοδότησης κεφαλαίου αποτελεί η «προσφορά δικαιωμάτων (Rights offering)» σύμφωνα με την οποία α) το J-REIT εκδίδει δικαιώματα απόκτησης μετοχών σε ήδη υφιστάμενους μετόχους χωρίς αντάλλαγμα, και β) οι μέτοχοι εγγράφονται και αγοράζουν τις μετοχές αυτές ασκώντας τα δικαιώματά τους. Τα πλεονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι τα ακόλουθα: • Το J-REIT είναι σε θέση να συγκεντρώσει κεφάλαια χωρίς να αλλοιώσει και να αποδυναμώσει την ιδιοκτησία των υφιστάμενων μετόχων και • Η συγκεκριμένη μέθοδος χρηματοδότησης αποδεικνύεται υλοποιήσιμη και αποτελεσματική ακόμα και αν επικρατούν δυσμενείς οικονομικές συνθήκες

στ. Μόγλευση

Μόγλευση
-Κανένας περιορισμός μόγλευσης (LTV) σύμφωνα με το εφαρμοστέο δίκαιο - Τα J-REITs μπορούν να λάβουν δάνεια μόνο από συγκεκριμένους Θεσμικούς Επενδυτές

ζ. Υποχρέωση διανομής κερδών

Συνήθη έσοδα	Κεφαλαιακά κέρδη	Χρονοδιάγραμμα
Άνω του 90% των «διανεμητέων κερδών» με βάση τους φορολογικούς κανόνες	Ίδια πρόβλεψη με το κοινό εισόδημα	Η οικονομική περίοδος μίας εταιρείας J-REIT είναι γενικά έξι μήνες (ή μερικές φορές ένα έτος), ενώ η φορολογική περίοδος συμπίπτει με την οικονομική περίοδο.

3. Φορολογικό καθεστώς των REITs

α. Φόρος εταιρειών/παρακράτηση φόρου

Τρέχοντα έσοδα	Κεφαλαιακά κέρδη	Παρακράτηση φόρου
• Φόρος εταιρειών με συντελεστή 35% • Τα μερίσματα εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Ειδικότερα: Προϋποθέσεις που αφορούν το J-REIT: 1. Το J-REIT πρέπει να καταχωρηθεί σύμφωνα με τους κανόνες της ισχύουσας νομοθεσίας 2. Πρέπει να πληρείται μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις: α. Πρέπει να υπάρχει δημόσια προσφορά των μετοχών J-REIT με συνολική τιμή έκδοσης 100 εκατ. β. Οι εκκρεμείς μετοχές πρέπει να ανήκουν σε τουλάχιστον 50 μετόχους ή αποκλειστικά στους θεσμικούς επενδυτές στο τέλος της τρέχουσας οικονομικής περιόδου. γ. Το Καταστατικό προβλέπει ότι περισσότερο από το 50% των μετοχών πρέπει να προσφέρεται στην εγχώρια αγορά (αυτό υπολογίζεται σε συγκεντρωτική βάση για όλες τις εκδόσεις, συμπεριλαμβανομένων και των προηγούμενων εκδόσεων) και δ. Η οικονομική περίοδος πρέπει να διαρκεί έναν χρόνο ή λιγότερο. 2. Προϋποθέσεις που αφορούν το τρέχον οικονομικό έτος: α. Το J-REIT δεν πρέπει να ασκεί καμία άλλη δραστηριότητα εκτός από τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, να ιδρύει θυγατρικές ή να προσλαμβάνει προσωπικό β. Η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να ανατίθεται σε ειδικευμένο διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων γ. Η φύλαξη και επιμέλεια των περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν στο J-REIT πρέπει να ανατίθεται σε ειδικευμένο θεματοφύλακα δ. Κανένας από τους μετόχους ή τις θυγατρικές εταιρείες του REIT δεν πρέπει να κατέχει συνολικά περισσότερο από το 50% των εκκρεμών μετοχών ή δικαιωμάτων ψήφου στο τέλος της τρέχουσας φορολογικής περιόδου. ε. Περισσότερο από το 90% των «διανεμητέων κερδών», πρέπει να διανέμονται κατά την ίδια φορολογική περίοδο στ. Το J-REIT δεν πρέπει να κατέχει το 50% ή περισσότερο των ιδίων κεφαλαίων άλλης εταιρείας (συμπεριλαμβανομένου και άλλου J-	Ισχύουν οι ίδιες προβλέψεις με το κοινό εισόδημα	Ποικίλλει ανάλογα με το ειδικό καθεστώς του μετόχου

REIT), με εξαίρεση ορισμένες αλλοδαπές εταιρείες που βρίσκονται στην κατοχή του με αποκλειστικό σκοπό την μίσθωση και τις αγοραπωλησίες ξένων ακινήτων ζ. Κατά το τέλος της φορολογικής περιόδου, το ποσοστό ορισμένων περιουσιακών στοιχείων, με εξαίρεση ορισμένες εγκαταστάσεις παραγωγής ανανεώσιμης ενέργειας και παραχωρήσεις για τη λειτουργία δημόσιων εγκαταστάσεων, υπερβαίνει το 50% της λογιστικής αξίας του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων στον ισολογισμό του J-REIT. η. Το J-REIT πρέπει να λαμβάνει δάνεια μόνο από τους «Θεσμικούς Επενδυτές»		
---	--	--

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

4. Φορολογικό καθεστώς των μετόχων

Οι φορολογικές ρυθμίσεις, που παρατίθενται κατωτέρω, αφορούν τους εγχώριους και ξένους μετόχους των εισηγμένων εταιρειών J-REITs.

α. Εγγώριοι μέτοχοι

	Μέτοχοι(Νομικά πρόσωπα)	Μέτοχοι (Φυσικά πρόσωπα)	Παρακράτηση φόρου
Μερίσματα	- Περιλαμβάνονται στο φορολογητέο εισόδημα (εφαρμόζεται ο συνήθης συντελεστής φορολογίας εταιρικού εισοδήματος) - Δεν εφαρμόζεται η έκπτωση από τα μερίσματα - Η παρακράτηση φόρου επί των μερισμάτων συμψηφίζεται με την καταβολή του εταιρικού φόρου, με	Κατά κανόνα, περιλαμβάνονται στο φορολογητέο εισόδημα (εφαρμόζονται κυμαινόμενοι συντελεστές φορολογίας εισοδήματος). Ωστόσο, οι φορολογούμενοι επιλέγουν να φορολογούνται ξεχωριστά μέσω της παρακράτησης φόρου	- Μέτοχος (Ν.Π): Παρακράτηση φόρου 15,315% (έως το 2037 και 15% στη συνέχεια) - Μέτοχος (Φ.Π) Παρακράτηση φόρου 20,315% (έως το 2037 και 20% στη συνέχεια)

	περιθώριο επιστροφής		
Κεφαλαιακά κέρδη από τη διάθεση μετοχών	Περιλαμβάνονται στο φορολογητέο εισόδημα (εφαρμόζεται ο συνήθης συντελεστής φορολογίας εταιρικού εισοδήματος)	Διαχωρίζονται από τα υπόλοιπα εισοδήματα. Ο φορολογικός συντελεστής ανέρχεται στο 20,315% (έως το 2037 και στη συνέχεια 20%)	Όχι

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

β. Ξένοι μέτοχοι

Η ενότητα αυτή αναφέρεται σε μετόχους που δεν διαθέτουν μόνιμη εγκατάσταση στην Ιαπωνία και δεν είναι φορολογικοί κάτοικοι.

	Μέτοχος(Φ.Π)	Παρακράτηση φόρου	
Μερίσματα	Η παρακράτηση φόρου ισοδυναμεί με την τελική εισφορά των μετόχων ξένων εταιρειών	Η παρακράτηση φόρου ισοδυναμεί με την τελική εισφορά των ξένων μετόχων (φ.π)	Μέτοχος(ν.π) - Παρακράτηση φόρου 15,315% (έως το 2037 και 15% στη συνέχεια) - Οι φορολογικές συμβάσεις μπορεί να παρέχουν φορολογικές ελαφρύνσεις Μέτοχος(φ.π) - Παρακράτηση φόρου 15,315% (έως το 2037 και 15% στη συνέχεια) - Οι φορολογικές συμβάσεις μπορεί να παρέχουν ορισμένες φορολογικές ελαφρύνσεις

Κεφαλαιακά κέρδη από τη διάθεση μετοχών	• Φορολογούνται σε ορισμένες περιπτώσεις και μόνο για τους μετόχους αλλοδαπών εταιρειών • Φορολογούνται με τον συνήθη συντελεστή εταιρειών δηλαδή με 24% περίπου • Φορολογικές ελαφρύνσεις βάσει φορολογικών συμβάσεων	• Φορολογούνται σε ορισμένες περιπτώσεις και μόνο για αλλοδαπούς μετόχους (φ.π) • Φορολογούνται με 15,315% (έως το 2037 και 15% στη συνέχεια). • Φορολογικές ελαφρύνσεις βάσει φορολογικών συμβάσεων	Όχι
---	--	--	-----

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ

1. Εισαγωγικά στοιχεία

	Έτος ίδρυσης	Νομοθεσία	Τύπος REIT
S-REIT	1999	• Νόμος περί κινητών αξιών και συμβολαίων • Κώδικας συλλογικών επενδυτικών σχεδίων • Κατευθυντήριες γραμμές για το Ταμείο Ακινήτων • Φορολογικός νόμος	Καταπίστευμα

Σύνοψη τομέα

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index ¹	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Singapore	37	10	EUR 58,904	2.26%

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Κορυφαία S-REITs*

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Ascendas Real Estate Investment Trust	EUR 6,302	29.60%	5.14%	0.45%
CapitaLand Mall Trust	EUR 6,296	38.55%	3.87%	0.36%
CapitaLand Commercial Trust	EUR 5,281	39.15%	4.01%	0.30%
Mapletree Commercial Trust	EUR 3,926	45.31%	4.37%	0.23%
Mapletree Logistics Trust	EUR 3,738	40.42%	4.11%	0.22%

Όλα τα ανώτατα όρια και οι αποδόσεις της αγοράς έχουν υπολογιστεί σε ευρώ και είναι επικαιροποιημένα έως τις 28 Ιουνίου 2019. Ο Γενικός Δείκτης REIT είναι ο Δείκτης FTSE ELEPRA Nareit Global REITs. Πηγή: EPRA, Ιούλιος 2019.

2. Προϋποθέσεις

α. Διαδικασία

Βασικές προϋποθέσεις

- Πρέπει να υποβληθεί εκ των προτέρων αίτηση φορολογικής ενημερότητας/φορολογικής απαλλαγής στις φορολογικές αρχές της Σιγκαπούρης και / ή στο Υπουργείο Οικονομικών της Σιγκαπούρης
- Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης καθίσταται υποχρεωτική για να εφαρμοστεί η προβλεπόμενη φορολογική απαλλαγή

β. Νομική μορφή/ελάχιστο αρχικό κεφάλαιο

Ελάχιστο αρχικό κεφάλαιο	
Νομική μορφή	
Ένα S-REIT πρέπει να συσταθεί ως καταπίστευμα. Η διαχείριση ενός S-REIT μπορεί να ανατεθεί σε εξωτερικούς συνεργάτες ή να ασκείται από το αρμόδιο όργανο του S-REIT	Για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης, ένα S-REIT πρέπει να διαθέτει ελάχιστο αρχικό κεφάλαιο 300 εκατ. δολάρια Σιγκαπούρης (SGD)

γ. Υποχρεώσεις μετόχων/υποχρέωση καταχώρησης

Υποχρεώσεις μετόχων	Υποχρεωτική καταχώρηση
• Τουλάχιστον το 25% του κεφαλαίου του S-REIT πρέπει να ανήκει σε τουλάχιστον 500 μικρομετόχους (εφόσον το REIT χρησιμοποιεί συνάλλαγμα σε SGD) • Εάν πρόκειται για REIT που χρησιμοποιεί ξένο συνάλλαγμα, απαιτείται spread των μετοχών	Δεν καθίσταται υποχρεωτική εκ του νόμου αλλά κρίνεται αναγκαία για να μπορούν τα S-REIT να επωφελούνται από διάφορες φορολογικές ελαφρύνσεις

δ. Περιουσιακά στοιχεία/Αντικείμενο δραστηριότητα

Περιουσιακά στοιχεία	Περιορισμοί δραστηριοτήτων/επενδύσεων
Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές του Ταμείου Ακινήτων, ένα S-REIT μπορεί να επενδύσει σε: α. ακίνητα (είτε διατίθενται προς αγορά, πώληση, μίσθωση, είτε βρίσκονται εντός ή εκτός Σιγκαπούρης) β. άλλα περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με ακίνητα· γ. εισηγμένα ή μη εισηγμένα χρεόγραφα και εισηγμένες μετοχές ή μετοχές εταιρειών που δεν ασχολούνται με επενδύσεις ακινήτων δ. κρατικούς τίτλους και τίτλους που εκδίδονται από υπερεθνικούς οργανισμούς ή το νομικό συμβούλιο της Σιγκαπούρης ε. μετρητά και ισοδύναμες κινητές αξίες	-Τουλάχιστον το 75% των περιουσιακών στοιχείων του REIT θα πρέπει να επενδύονται σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα -Δεν επιτρέπονται δραστηριότητες ανάπτυξης ακινήτων ή επενδύσεις σε μη εισηγμένες εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων, εκτός εάν το REIT προτίθεται να κρατήσει το ανεπτυγμένο ακίνητο μετά την ολοκλήρωσή του -Απαγορεύονται οι επενδύσεις σε κενά οικοπέδα και υποθήκες (εκτός από τίτλους που εξασφαλίζονται με ενυπόθηκα δάνεια) -Οι επενδύσεις σε δραστηριότητες ανάπτυξης ακινήτων δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 10% του συνόλου της ακίνητης περιουσίας τους -Οι επενδύσεις σε τίτλους οποιουδήποτε εκδότη ή σε κεφάλαια ενός διαχειριστή δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 5% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων - Μέχρι το 10% του εισοδήματος μπορεί να προέρχεται από διαφορετικές πηγές εκτός από μισθώματα, τόκους, μερίσματα, άλλες επιτρεπόμενες επενδύσεις του REIT κ.λπ.)

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

ε. Μόχλευση

Μόχλευση
Γενικό όριο μόχλευσης έως 45%

στ. Υποχρεώσεις διανομής κερδών

Λειτουργικό εισόδημα	Κεφαλαιακά κέρδη	Χρονοδιάγραμμα
Τουλάχιστον το 90% των φορολογικά	Δεν απαιτείται η διανομή τους	Ετησίως ή

καθορισμένων εισοδημάτων Ως «καθορισμένο εισόδημα» θεωρείται: α) εισόδημα από μισθώσεις ή εισόδημα από τη διαχείριση ή την κατοχή ακινήτων, εξαιρουμένων των κερδών από τις αγοραπωλησίες ακινήτων β) εισόδημα που προέρχεται επικουρικά από την διαχείριση ή την κατοχή ακινήτων, εξαιρουμένων των κερδών από τις αγοραπωλησίες ακινήτων γ) εισόδημα που προέρχεται από τη μίσθωση ή τη διαχείριση ή την κατοχή ακινήτων που βρίσκονται εντός Σιγκαπούρης, εκτός από τα κέρδη από τις αγοραπωλησίες των εν λόγω ακινήτων δ) επίδομα ενοικίου που υπολογίζεται με βάση τις τρέχουσες τιμές της αγοράς και καταβάλλεται στον διαχειριστή του S-REIT		ανά εξάμηνο ή ανά τρίμηνο
---	--	---------------------------

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

3. Φορολογικό καθεστώς των REITs

α. Φόρος εταιρειών/παρακράτηση φόρου

Τρέχοντα έσοδα	Κεφαλαιακά κέρδη	Παρακράτηση φόρου
Τα έσοδα που προέρχονται από τα μισθώματα και εν γένει από την κατοχή ακινήτων	Δεν επιβάλλεται φόρος επί των κερδών κεφαλαιουχικού χαρακτήρα	Το εισόδημα που προέρχεται από εξωτερικές πηγές του S-REIT μπορεί να απαλλαγθεί φορολογικά

απαλλάσσονται φορολογικά		βάσει της ισχύουσας φορολογικής νομοθεσίας. Η παρακράτηση φόρου επί του ανωτέρω εισοδήματος δεν πιστώνεται ούτε επιστρέφεται εάν για το συγκεκριμένο εισόδημα προβλέπεται φορολογική απαλλαγή.
--------------------------	--	--

4. Φορολογικό καθεστώς μετόχων

α. Εγγώριος μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό πρόσωπο)	Μέτοχος (Φυσικό πρόσωπο)	Παρακράτηση φόρου
• 17% εταιρικός φόρος επί συγκεκριμένων εισοδημάτων • Οι διανομές από τα κέρδη κεφαλαίου και το φορολογητέο εισόδημα σε επίπεδο REIT δεν φορολογούνται • Οι διανομές που δεν αφορούν έσοδα (π.χ. λειτουργικές ταμειακές ροές) θεωρούνται ως επιστροφή κεφαλαίου • Τα κέρδη από τη διάθεση μετοχών δεν φορολογούνται	Όλες οι διανομές και τα κέρδη από τη διάθεση των μετοχών δεν φορολογούνται, εκτός εάν ο μέτοχος (φ.π) ασκεί εμπορική, επιχειρηματική ή επαγγελματική δραστηριότητα και αντικείμενο των συναλλαγών αποτελούν τα χρεόγραφα	Δεν επιβάλλεται παρακράτηση φόρου επί των διανομών στον εγγώριο μέτοχο

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

β. Ξένος μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό πρόσωπο)	Μέτοχος (Φυσικό πρόσωπο)	Συντελεστής παρακράτησης φόρου
• Τελική παρακράτηση φόρου επί των διανομών του τρέχοντος εισοδήματος • Δεν επιβάλλεται παρακράτηση φόρου επί των διανομών του αφορολόγητου εισοδήματος (π.χ. ξένα μερίσματα) • Οι διανομές επί των κεφαλαιακών κερδών δεν φορολογούνται	Όλες οι διανομές και τα κέρδη από τη διάθεση των μετοχών δεν φορολογούνται, εκτός εάν ο μέτοχος (φ.π) ασκεί εμπορική, επιχειρηματική ή επαγγελματική δραστηριότητα και αντικείμενο των συναλλαγών αποτελούν τα χρεόγραφα	• Ο συντελεστής παρακράτησης φόρου μειώθηκε από 17% σε 10% όσον αφορά τις διανομές στους μετόχους, που δεν είναι μόνιμοι φορολογικοί κάτοικοι και δεν είναι φυσικά πρόσωπα • Δεν υφίστανται φορολογικές ελαφρύνσεις βάσει φορολογικών συμβάσεων

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

5. Φορολογικό καθεστώς ξένων REITs και εγχώριων μετόχων

Ξένο REIT	Μέτοχος (Ν.Π)	Μέτοχος (Φ.Π)
Φορολογείται σύμφωνα με τους συνήθεις φορολογικούς κανόνες της Σιγκαπούρης	Απαλλάσσεται φορολογικά	Απαλλάσσεται φορολογικά

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο :

ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ Α.Ε.Ε.Α.Π

Εισαγωγή

Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, ως επενδυτικά οχήματα επί της ακίνητης περιουσίας αναγνωρίζονται τα Αμοιβαία Κεφαλαία Ακίνητης Περιουσίας (ΑΚΑΠ ή Real Estate Mutual Funds, REMF) και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ ή Real Estate Investment Companies, REICs). Το νομικό πλαίσιο των ως άνω επενδυτικών μορφών θεσπίστηκε τον Δεκέμβριο του 1999 βάσει του Ν.2778/1999 (εφεξής «Νόμος REIC») και εν συνεχεία τροποποιήθηκε με μία σειρά μεταγενέστερων νομοθετημάτων, με πιο πρόσφατο τον Ν. 4514/2018. Αν και ο ακριβής όρος ‘REIT’, με τον οποίο αποδίδεται η συγκεκριμένη κατηγορία εταιρειών παγκοσμίως, δεν συναντάται στην ελληνική νομοθεσία και αντ’ αυτού χρησιμοποιείται ο όρος ‘REIC’ (Real Estate Investment Company), ο οποίος είναι αντιπροσωπευτικός του παγκόσμιου οικονομικού θεσμού.

Στην Ελλάδα υπάρχουν τέσσερις εισηγμένες εταιρείες REIC, μετά την απορρόφηση της Grivalia Properties REIC από την τράπεζα Eurobank, με αποτέλεσμα να μην εντάσσεται πλέον στο καθεστώς των ελληνικών REICs. Ωστόσο, στην αγορά συμμετέχουν ενεργά και μη εισηγμένες εταιρείες REICs (π.χ Orilina Properties REIC, Ble Kedros REIC), οι οποίες είτε έχουν ήδη αδειοδοτηθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και βρίσκονται σε μεταβατική φάση είτε αποτελούν «μικρούς παίκτες» και προσπαθούν να αναπτυχθούν μέσω της διαμόρφωσης ισχυρών χαρτοφυλακίων ακίνητης περιουσίας. Η πλειοψηφία των εισηγμένων ελληνικών REICs έχουν συσταθεί και διαχειρίζονται από ελληνικές τράπεζες. Η επενδυτική βάση των εισηγμένων ελληνικών REICs αποτελείται κυρίως από νομικά και φυσικά πρόσωπα που έχουν μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα, αν και ξένοι επενδυτές έχουν εισέλθει στην αγορά τα τελευταία χρόνια.

Το νομικό και φορολογικό καθεστώς των ελληνικών REICs θεωρείται ασαφές και εξακολουθούν να υπάρχουν αρκετές γκρίζες ζώνες κατά την εφαρμογή τους παρά τις τελευταίες φορολογικές και νομικές μεταρρυθμίσεις.

Σύνοψη τομέα

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Greece	4	0	EUR 1,528	0.00%

Πηγή: EPRA, Global REIT Survey 2019

Κορυφαία Ελληνικά REICS

- **Prodea Investments:** Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ύψους 2,2 δις €
- **Trastor REIC:** Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ύψους 287,2 εκατ. €
- **Intercontinental International REIC:** Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ύψους 96,2 εκατ. €
- **BriQ Properties REIC:** Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ύψους 72 εκατ. €

Πηγή: www.prodea.gr, www.trastor.gr, www.ici-reic.com, www.briq.properties.gr

Νομικό πλαίσιο (Άρθρα 21-30 του Νόμου 2778/1999)

Η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι ανώνυμη εταιρία κλειστού τύπου* με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας.

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας έχει ελάχιστο ύψος 25 εκατομμυρίων ευρώ, που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρίας. Το ύψος του ποσού αυτού μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. **Το μετοχικό κεφάλαιο σχηματίζεται με εισφορά κατά 80% τουλάχιστον μετρητών και ακινήτων.**

* Τα επενδυτικά κεφάλαια είναι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων που εκδίδουν κινητές αξίες (μετοχές ή μερίδια) οι οποίες εισάγονται και διαπραγματεύονται στις Αγορές του Χ.Α. Τα επενδυτικά αυτά οχήματα απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό και διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια άλλων κινητών αξιών εισηγμένων ή μη στο ΧΑ. Διακρίνονται **σε ανοικτού τύπου και κλειστού τύπου** ανάλογα με τη δυνατότητα ή μη καθημερινής μεταβολής του ενεργητικού τους ή μετοχικού τους κεφαλαίου. Τα επενδυτικά οχήματα μπορούν να λάβουν καταστατική μορφή (εταιρεία επενδύσεων) εκδίδοντας μετοχές ή συμβατική μορφή (αμοιβαίο κεφάλαιο) εκδίδοντας μερίδια.

Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων κλειστού τύπου

Ως οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων κλειστού τύπου θεωρούνται:

- οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου,
- οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία,
- οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών
- τα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου

Ως οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου θεωρούνται:

- οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου
- τα Αμοιβαία Κεφάλαια ΟΣΕΚΑ

Πηγή: <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/funds>

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης της εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαιτείται να έχει χορηγηθεί προηγουμένως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδεια λειτουργίας της. Αντίστοιχη άδεια απαιτείται και για τη μετατροπή υφιστάμενης εταιρείας σε εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Για τη χορήγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της άδειας λειτουργίας εκτιμώνται το επενδυτικό σχέδιο, η οργάνωση, το τεχνικό και οικονομικό μέσα της εταιρείας, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν και η καταλληλότητα των ιδρυτών για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας. Η εταιρία υποβάλλει, με την αίτηση για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επενδυτικό σχέδιο, το οποίο περιέχει υποχρεωτικά αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων σχετικά με το επενδυτικό της πρόγραμμα, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της και των μέσων που αυτή προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων.

Τα διαθέσιμα της ΑΕΕΑΠ επενδύονται αποκλειστικά σε:

α) Ακίνητη περιουσία, καθώς και δικαιώματα, μετοχές ή μερίδια σε ακίνητη περιουσία, **σε ποσοστό τουλάχιστον 80% του ενεργητικού της.**

β) Καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς κατά την έννοια της παρ. 14 του άρθρου 2 του ν. 3606/2007.

γ) Άλλα κινητά και ακίνητα που εξυπηρετούν λειτουργικές ανάγκες της ΑΕΕΑΠ, τα οποία δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν σωρευτικά, κατά την απόκτησή τους, **το δέκα τοις εκατό (10%) του ενεργητικού της.**

Ειδικότερα:

- Τουλάχιστον το 80% του ενεργητικού τους σε ακίνητη περιουσία, η οποία περιλαμβάνει (α) επενδύσεις σε ακίνητα (τα οποία πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια), (β) επενδύσεις σε δικαιώματα (που προκύπτουν από προσύμφωνα) για την απόκτηση ακινήτων, ή/και (γ) επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών με μοναδικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων ή εταιρειών συμμετοχών (Special Purpose Vehicles - SPVs).

- Τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των μετοχών εταιρείας με την οποία η ΑΕΕΑΠ συνδέεται με σχέση μητρικής και θυγατρικής, εφόσον: α) σκοπός της θυγατρικής εταιρείας είναι η απόκτηση, διαχείριση και εκμετάλλευση ακινήτων, περιλαμβανομένης της διενέργειας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία κατά την έννοια του άρθρου 22, και β) σκοπός της συμμετοχής της ΑΕΕΑΠ στο κεφάλαιο της θυγατρικής της είναι η εφαρμογή κοινής επιχειρηματικής στρατηγικής ή στρατηγικών για την ανάπτυξη ακινήτου ή ενότητας ακινήτων

ελάχιστης αξίας τουλάχιστον δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) ευρώ, σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του Δ.Σ. της θυγατρικής εταιρίας, εγκρίνεται από το διοικητικό συμβούλιο της ΑΕΕΑΠ και κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

- Σε μέσα χρηματαγοράς, τα οποία σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 3283/2004 είναι τα επαρκούς ρευστότητας μέσα που κατά κανόνα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά και των οποίων η αξία μπορεί να προσδιοριστεί επακριβώς ανά πάσα στιγμή, και
- Σε άλλα κινητά και ακίνητα πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το 10% του ενεργητικού τους κατά την απόκτησή τους.
- Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. μπορούν να αποκτήσουν χωρίς περιορισμούς ακίνητα στην Ελλάδα ή σε άλλες χώρες του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε οποιαδήποτε τρίτη χώρα (αλλά στην τελευταία περίπτωση μόνο έως 20% του συνόλου των επενδύσεων τους και με κάποιους περιορισμούς ως προς το είδος τους).

Όπως ορίζεται στην νομοθεσία περί των ελληνικών Α.Ε.Ε.Α.Π, με τον όρο «ακίνητη περιουσία» εννοείται κάθε τύπος ακινήτου που βρίσκεται στην Ελλάδα ή τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (ΕΟΧ) ή, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, σε τρίτη χώρα εκτός ΕΟΧ, η οποία ανήκει στην ιδιοκτησία της εταιρείας είτε κατά πλήρη και αποκλειστική κυριότητα, είτε κατά ψιλή κυριότητα ή κατά το δικαίωμα της επικαρπίας και η οποία μπορεί να αξιοποιηθεί για εμπορικούς, τουριστικούς, οικιστικούς ή βιομηχανικούς σκοπούς. Στην έννοια της «ακίνητης περιουσίας», όπως ορίζεται από τον Ν. 2778/1999, συμπεριλαμβάνονται και τα υπό κατασκευή κτήρια.

- Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. επιτρέπεται να επενδύουν σε SPVs (είτε άμεσα είτε μέσω εταιρείας συμμετοχών) υπό την προϋπόθεση ότι θα αποκτήσουν τουλάχιστον το 80% των μετοχών του SPV, το σύνολο του παγίου κεφαλαίου του οποίου είναι επενδυμένο σε ακίνητα που εμπίπτουν στις κατηγορίες ακινήτων στις οποίες μπορεί να επενδύσουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π..
- Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. επιτρέπεται να συνάπτουν προσύμφωνα για την απόκτηση υπό-ανέγερση ακινήτων, υπό προϋποθέσεις, ώστε οι Α.Ε.Ε.Α.Π. να ελαχιστοποιούν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο ανάπτυξης (development risk) καθώς και να επενδύουν σε δικαιώματα επιφανείας της παρ. 1 του άρθρου 18 του ν. 3986/2011, όπως εκάστοτε ισχύει, καθώς και μακροχρόνιες παραχωρήσεις χρήσης ή εμπορικής εκμετάλλευσης ακινήτων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μία εταιρεία REIC μπορεί να επενδύσει σε υπό ανέγερση ακίνητα ή ακίνητα που βρίσκονται σε φάση επισκευής, ανακατασκευής, ανακαίνισης, μεταβολής χρήσης και γενικότερα ανάπλασης, εφόσον το κόστος των εργασιών, όπως θα προκύψει από την αποπεράτωση, δεν θα υπερβαίνει το 40% της συνολικής αξίας της επένδυσης του REIC σε ακίνητα.

Κρίνεται ως απαραίτητη προϋπόθεση για τον χαρακτηρισμό μίας εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ως ελληνικής και κατ' επέκταση για την ένταξη της στο καθεστώς των ελληνικών REICs, η καταστατική της έδρα να βρίσκεται εντός της ελληνικής επικράτειας. Επίσης, σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, δεν επιτρέπεται σε καμία ξένη εταιρεία (ακόμη και αν πρόκειται για εταιρεία της ΕΕ) να αναλάβει την διαχείριση μίας ελληνικής εταιρείας REIC. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 24 του Ν.2778/1999, οι επενδύσεις της εταιρείας φυλάσσονται κατά την έννοια του ν. 4209/2013 σε πιστωτικό ίδρυμα ή άλλο οργανισμό που εκ του νόμου μπορεί να παρέχει υπηρεσίες θεματοφύλακα, που είναι εγκατεστημένο και λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Σε περίπτωση κινητών αξιών άλλης χώρας, προσκομίζεται στο θεματοφύλακα, σύμφωνα με τη νομοθεσία της χώρας έκδοσής τους, σχετικό αποδεικτικό φύλαξής τους ή στην περίπτωση που δεν απαιτείται η έκδοση φυσικών τίτλων, αποδεικτικό από αρμόδια αρχή που πιστοποιεί την ιδιοκτησία των τίτλων από ΑΕΕΑΠ.

Η ΑΕΕΑΠ δημοσιεύει στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων των διαθεσίμων της, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Η πρώτη κατάσταση επενδύσεων επιτρέπεται να καλύπτει περίοδο μεγαλύτερη του εξαμήνου, ώστε η ημερομηνία της να συμπίπτει με το πέρας ημερολογιακού εξαμήνου, χωρίς όμως αυτή η περίοδος να μπορεί να υπερβεί το έτος. Η κατάσταση περιλαμβάνει την περιγραφή κάθε ακινήτου, το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική, εφόσον έχει οριστεί αυτή, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται χρήσιμο για να επιτρέψει την αξιολόγηση των επενδύσεων της εταιρίας. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων βασίζεται σε έκθεση ανεξάρτητου εκτιμητή και ελέγχεται από νόμιμο ελεγκτή ή ελεγκτικό γραφείο του ν. 3693/2008. Υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αναρτάται στην ιστοσελίδα της εταιρίας και της αγοράς, στην οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι μετοχές της ή μόνο στην ιστοσελίδα της εταιρίας αν δεν έχει διενεργηθεί η εισαγωγή των μετοχών της σε αγορά. Τέλος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφαση της να ορίσει το ειδικότερο περιεχόμενο της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας σε οργανωμένη αγορά

Η ΑΕΕΑΠ εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της παραγράφου 10 του άρθρου 2 του νόμου 3606/2007 που λειτουργεί στην Ελλάδα εντός δύο (2) ετών από τη σύστασή της. Κατά το χρόνο της εισαγωγής, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας πρέπει να έχει επενδυθεί σε ποσοστό τουλάχιστον πενήντα τοις εκατό (50%) σε ακίνητη περιουσία. Σε περίπτωση μετατροπής εταιρίας σε ΑΕΕΑΠ, η υποχρεωτική εισαγωγή των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά, κατά τα ανωτέρω, πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε διάστημα δύο (2) ετών από την ολοκλήρωση της διαδικασίας μετατροπής. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, ύστερα από αίτηση της εταιρίας, να παρατείνει την προθεσμία της παραγράφου 1 για διάστημα που δεν μπορεί να υπερβεί τους είκοσι τέσσερις (24) μήνες από την ημερομηνία λήξης αυτής σε περίπτωση ανωτέρας βίας ή αν κρίνει ότι οι συνθήκες της αγοράς θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στην οργανωμένη αγορά.

Περαιτέρω περιορισμοί

- Απαγορεύεται η μεταβίβαση της ακίνητης περιουσίας της Α.Ε.Α.Α.Π στους ιδρυτές, στους μετόχους με ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου άνω του 5%, στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, στους Διευθύνοντες Συμβούλους καθώς και στους συγγενείς τους μέχρι τον τρίτο βαθμό.
- Εκ του νόμου, δεν υφίσταται καμία διαφορά μεταξύ των ημεδαπών και των αλλοδαπών μετόχων όσον αφορά το καθεστώς ιδιοκτησίας.

Μόχλευση

Η επιτρεπόμενη μόχλευση (leverage) για την χρηματοδότηση των επενδυτικών ακινήτων δεν πρέπει να υπερβαίνει το 75% του συνολικού ενεργητικού της εταιρείας REIC. Αναφορικά με τα υπό ανάπτυξη ακίνητα, η επιτρεπόμενη μόχλευση δεν πρέπει να υπερβαίνει το 40% της αξίας των συγκεκριμένων ακινήτων. Επιπροσθέτως, η δανειοδότηση της εταιρείας με σκοπό την αγορά ακινήτων για την εξυπηρέτηση των λειτουργικών της αναγκών (ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα) δεν πρέπει να υπερβαίνει το 10% του συνολικού καθαρού

μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, εκ του οποίου αφαιρείται το συνολικό ποσό των επενδύσεων σε ακίνητα. Η αξία των δανείων αυτών δεν περιλαμβάνεται στο προαναφερόμενο όριο του 75%.

Υποχρέωση διανομής κερδών

Η εταιρεία REIC υποχρεούται να διανέμει ετησίως τουλάχιστον το 50% των ετήσιων καθαρών κερδών της στους μετόχους της. Η διανομή μικρότερου ποσοστού ή η μη διανομή επιτρέπονται μόνο εφόσον υπάρχει ρητή πρόβλεψη στο καταστατικό της εταιρείας και εφόσον προηγηθεί απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων. Αυτό μπορεί να συμβεί σε περίπτωση που κριθεί σκόπιμη η δημιουργία αποθεματικού ή η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με τη μορφή διανομής δωρεάν μετοχών. Ωστόσο, τα κέρδη που προκύπτουν από την δημιουργούμενη υπεραξία λόγω πώλησης ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται στην διανομή.

Φορολογικό καθεστώς των REICs (Άρθρο 31 του Νόμου 2778/1999 & Άρθρα 44 και επόμενα του Νόμου 4172/2013)

α. Φόρος εταιρειών

Τρέχοντα έσοδα

Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία φορολογούνται στο μέσο όρο των επενδύσεων τους, συν τα διαθέσιμα κεφάλαια (μετρητά και τίτλους), στην τρέχουσα αξία τους, όπως προκύπτουν από τους εξαμηνιαίους επενδυτικούς τους πίνακες, με φορολογικό συντελεστή, ο οποίος ανέρχεται στο 10% του ισχύοντος επιτοκίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) (Επιτόκιο Αναφοράς) προσαυξημένο κατά 1%. Για παράδειγμα, αν υποθεθεί ότι το επιτόκιο της ΕΚΤ είναι 0,05%, ο φορολογικός συντελεστής θα υπολογίζεται ως εξής: $10\% \times (0,05\% + 1\%) = 0,105\%$. Ο φόρος καταβάλλεται από την εταιρεία εντός του πρώτου δεκαπενθημέρου του μήνα που έπεται από το χρονικό διάστημα που θέτουν οι εξαμηνιαίοι επενδυτικοί πίνακες. Εφόσον καταβληθεί ο προαναφερόμενος φόρος, εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση τόσο της εταιρείας όσο και των μετόχων της. Σε περίπτωση μεταβολής του επιτοκίου αναφοράς, θα ισχύει νέος φορολογικός συντελεστής από την πρώτη ημέρα του μήνα που έπεται της μεταβολής.

Κεφαλαιακά κέρδη/υπεραξία

Με βάση όσα εκτέθηκαν ανωτέρω, δεν επιβάλλεται φόρος επί των κερδών που προκύπτουν από τη δημιουργούμενη υπεραξία λόγω πώλησης περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας REIC. Σε περίπτωση πώλησης εισηγμένων μετοχών από την εταιρεία REIC, επιβάλλεται φόρος μεταβίβασης ύψους 0,2% επί της αξίας των μεταβιβαζόμενων μετοχών.

Λοιποί φόροι

Από την 1η Ιανουαρίου 2014, οι Α.Ε.Α.Α.Π υποχρεούνται στην πληρωμή του Ετησίου Φόρου Ακίνητης Περιουσίας («ΕΝΦΙΑ»). Ο φόρος ΕΝΦΙΑ αποτελείται από τον κύριο φόρο και τον συμπληρωματικό φόρο που ανέρχεται στο 0,55% επί της συνολικής φορολογητέας αξίας του ακινήτου. Οι Α.Ε.Α.Α.Π οφείλουν να καταβάλουν ολόκληρο τον φόρο ΕΝΦΙΑ.

Εν αντιθέσει, οι Α.Ε.Α.Α.Π απαλλάσσονται παντός φόρου συμπεριλαμβανομένου και του Φόρου Μεταβίβασης Ακινήτου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων σε περίπτωση αγοράς ακινήτων. Όταν όμως μία Α.Ε.Α.Α.Π πουλάει ακίνητα, ο αγοραστής δεν απαλλάσσεται από τους προαναφερόμενους φόρους μεταβίβασης. Τέλος, οι εταιρείες REIC δεν οφείλουν Φόρο Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας, σύμφωνα με το άρθρο 24 του ν. 2459/1997, για τα ακίνητα που συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό της εταιρείας εφόσον δεν ιδιοχρησιμοποιούνται.

Παρακράτηση φόρου

Τα έσοδα που προέρχονται από ξένους ή ελληνικούς τίτλους δεν υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου κατά τον επαναπατρισμό, με εξαίρεση τα μερίσματα που εισπράττονται από ελληνική θυγατρική εταιρεία. Αναφορικά με τους τόκους των ομολογιακών δανείων, η εν λόγω φορολογική απαλλαγή ισχύει, υπό την προϋπόθεση ότι οι ομολογίες αποκτήθηκαν τουλάχιστον 30 ημέρες πριν από την ημερομηνία καταβολής των τόκων. Τα μερίσματα που αποκτάει μία ελληνική εταιρεία REIC από άλλες ελληνικές εταιρείες υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου ύψους 10%, η οποία μπορεί να συμψηφιστεί με τον φόρο που επιβάλλεται στις μέσες καθαρές επενδύσεις της όπως περιγράφονται ανωτέρω. Τυχόν πιστωτικό υπόλοιπο μεταφέρεται για συμψηφισμό με επόμενες δηλώσεις.

β. Φορολογικό καθεστώς μετόχων

1.Εγγώριος Μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)

Δεν επιβάλλεται φόρος επί των μερισμάτων. Επίσης, τα κεφαλαιακά κέρδη που προκύπτουν από την πώληση μετοχών μη εισηγμένου ελληνικού REIC απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος. Ωστόσο, εάν πρόκειται για εισηγμένη REIC, το αντίστοιχα κέρδη φορολογούνται με συντελεστή 28%.

Μέτοχος (Φυσικό Πρόσωπο)

Τα μερίσματα που διανέμονται σε μετόχους, που είναι φυσικά πρόσωπα, απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος, αλλά υπόκεινται σε ειδικό φόρο αλληλεγγύης με συντελεστές έως 10%. Ο ειδικός φόρος αλληλεγγύης επιβάλλεται στο συνολικό εισόδημα του φυσικού προσώπου, είτε απαλλάσσεται είτε όχι. Τα κέρδη κεφαλαίου που προκύπτουν από την πώληση μετοχών μη εισηγμένου ελληνικού REIC απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος. Εάν όμως πρόκειται για μετοχές εισηγμένης REIC, τα κέρδη φορολογούνται μόνο στην περίπτωση που ο πωλητής κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο από το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης REIC και οι μετοχές που μεταβιβάστηκαν έχουν αποκτηθεί μετά την 1η Ιανουαρίου 2009. Σε κάθε περίπτωση, το κέρδος υπόκειται σε ειδικό φόρο αλληλεγγύης με συντελεστές έως και 10%.

2.Αλλοδαπός μέτοχος

Μέτοχος (Νομικό Πρόσωπο)

Τα μερίσματα που διανέμονται σε ξένο μέτοχο, που είναι νομικό πρόσωπο, απαλλάσσονται φορολογικά. Τα κέρδη κεφαλαίου που προκύπτουν από την πώληση μετοχών μη εισηγμένης ελληνικής REIC απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος. Επίσης, τα κεφαλαιακά κέρδη από την πώληση μετοχών εισηγμένων ελληνικών REIC απαλλάσσονται φορολογικά υπό την προϋπόθεση ότι ο αλλοδαπός μέτοχος δεν διατηρεί μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα όπου μπορεί να αποδοθεί το κέρδος. Ωστόσο, δεν είναι απολύτως σαφές εάν τα ελληνικά REIC μπορούν να επωφεληθούν από τις συμβάσεις διπλής φορολογίας που έχει συνάψει η Ελλάδα.

Μέτοχος (Φυσικό Πρόσωπο)

Τα μερίσματα που διανέμονται σε ξένο μέτοχο, που είναι φυσικό πρόσωπο, δεν φορολογούνται. Τα κέρδη κεφαλαίου που προκύπτουν από την πώληση μετοχών μη εισηγμένου ελληνικού REIC απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος. Τα κεφαλαιακά κέρδη από την πώληση μετοχών εισηγμένων ελληνικών REICs απαλλάσσονται εάν ο μέτοχος είναι κάτοικος χώρας, με την οποία έχει συναφθεί σύμβαση διπλής φορολογίας και εφόσον πληρεί τις απαιτούμενες προϋποθέσεις για την ένταξή του στο συγκεκριμένο φορολογικό καθεστώς. Ανεξαρτήτως του τόπου κατοικίας, ο ξένος μέτοχος απαλλάσσεται φορολογικά για τα συγκεκριμένα κέρδη, εάν ο πωλητής κατέχει μικρότερο ποσοστό από το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου μιας εισηγμένης εταιρείας ή εάν οι εισηγμένες μετοχές αποκτήθηκαν πριν από την 1η Ιανουαρίου 2009.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο :

Η επένδυση στα REITs

Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα

Η επένδυση στα REITs, με την πάροδο των χρόνων, φαίνεται να βρίσκει ολοένα και μεγαλύτερο πρόσφορο έδαφος στην επενδυτική κοινότητα και να αποτελεί μια σταθερή επενδυτική επιλογή σε σύγκριση με τις άμεσες επενδύσεις επί της ακίνητης περιουσίας ή τις επενδύσεις σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Αυτό οφείλεται στην στάθμιση των πλεονεκτημάτων έναντι των μειονεκτημάτων που παρουσιάζει το συγκεκριμένο είδος επένδυσης, κατά την οποία τα πλεονεκτήματα φαίνεται να υπερσχύουν των μειονεκτημάτων και η διαπίστωση αυτή αντικατοπτρίζεται στις υψηλότερες αποδόσεις που παρουσιάζουν συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις των επενδύσεων σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Ενδεικτικά, τα κυριότερα οφέλη της επένδυσης στα REITs είναι τα ακόλουθα:

- **Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου**

Η δυνατότητα διαφοροποίησης του επενδυτικού χαρτοφυλακίου αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα για τους επενδυτές. Κάθε τύπος επενδυτή, από τον πιο συντηρητικό, που επιδιώκει την αύξηση των αποδόσεων εξασφαλίζοντας, ταυτόχρονα, την μείωση των κινδύνων π.χ μια μελλοντική αύξηση του πληθωρισμού, μέχρι τον επενδυτή μετοχών και ομολόγων, που επιθυμεί να τροποποιήσει το χαρτοφυλάκιο του, συνειδητοποιεί πόσο σημαντικό είναι να κατέχει ένα διαφοροποιημένο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου εν προκειμένω είναι εφικτή λόγω του μεγάλου αριθμού και των διαφορετικών ειδών των ακινήτων. Επομένως, οι εταιρείες REITs προσφέρουν στους επενδυτές ικανοποιητικά επίπεδα απόδοσης ή κινδύνου ανάλογα με την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους, καθιστώντας τη σχέση απόδοσης - κινδύνου αρκετά ελκυστική.

- **Ρευστότητα**

Η επένδυση στα REITs παρέχει την δυνατότητα της άμεσης ρευστοποίησης δεδομένου ότι οι εταιρείες REITs είναι εισηγμένες σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές και

διαπραγματεύονται καθημερινά, σε αντίθεση με τις άμεσες επενδύσεις επί της ακίνητης περιουσίας.

- **Διαχείριση χαρτοφυλακίου από ομάδες έμπειρων και καταρτισμένων συνεργατών**

Η διαχείριση των επενδύσεων σε REITs ανατίθεται σε ομάδες έμπειρων και καταρτισμένων συμβούλων, οι οποίοι κατέχουν επαρκή και εξειδικευμένη γνώση επί του συγκεκριμένου αντικειμένου. Οι ομάδες αυτές μπορεί να αποτελούν αναπόσπαστο εσωτερικό τμήμα των εταιρειών ή να συνδέονται με τις εταιρείες με μία μορφή εξωτερικής συνεργασίας. Το συγκεκριμένο πλεονέκτημα αφορά κυρίως τους επενδυτές που δεν γνωρίζουν καλά το αντικείμενο των έμμεσων επενδύσεων επί των ακινήτων.

- **Εξοικονόμηση κόστους συναλλαγών**

Συγκριτικά με το υψηλό κόστος συναλλαγών που απαιτείται για τη διενέργεια άμεσων επενδύσεων επί της ακίνητης περιουσίας (συμπεριλαμβανομένων των συμβολαιογραφικών εξόδων, των δικηγορικών αμοιβών, του φόρου μεταβίβασης και άλλων προαπαιτούμενων διοικητικών τελών), η έμμεση επένδυση μέσω των εταιρειών REITs προϋποθέτει ελάχιστο κόστος συναλλαγών, το οποίο αφορά την αγοραπωλησία μετοχών REITs εντός της χρηματιστηριακής αγοράς.

- **Άμεση & αντικειμενική αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων**

Ένας επενδυτής που έχει προβεί σε έμμεση επένδυση μέσω μια εταιρείας REIT μπορεί ανά πάσα στιγμή να αναζητήσει και να ενημερωθεί για το πως αποτιμάται η αξία της επένδυσής του παρακολουθώντας τις τιμές των μετοχών όπως αυτές διαμορφώνονται στο χρηματιστήριο. Αντιθέτως, ο επενδυτής που θα πραγματοποιήσει μία άμεση επένδυση σε ακίνητο, θα πρέπει να απευθυνθεί σε εκτιμητές και άλλες ειδικότητες επαγγελματιών προκειμένου να έχει σωστή και ολοκληρωμένη εικόνα σχετικά με την αποτίμηση της αξίας της επένδυσής του.

- **Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς**

Άλλο ένα σημαντικό πλεονέκτημα της επένδυσης σε REITs είναι η ευνοϊκή φορολογική τους μεταχείριση. Η συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών απολαμβάνει την απαλλαγή της διπλής φορολόγησης του εταιρικού εισοδήματος, κάτι το οποίο δεν ισχύει και για τις άλλες κατηγορίες επενδυτών σε ακίνητα. Ειδικότερα, ο επενδυτής σε REIT υποχρεούται να καταβάλλει μόνο τον φόρο που προκύπτει από την διανομή μερισμάτων. Ο φόρος του εταιρικού εισοδήματος εμπίπτει μόνο στην εταιρεία και δεν μετακυλιέται στο εισόδημα του επενδυτή.

- **Πολιτική μερισμάτων**

Ένα από τα κυριότερα οφέλη της επένδυσης σε REIT, πιθανόν και το σημαντικότερο όλων, είναι η προσδοκία για απολαβή υψηλών μερισμάτων διότι οι εταιρείες REITs εκ του νόμου υποχρεούνται να διανείμουν ετησίως τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους με τη μορφή μερισμάτων στους μετόχους.

- **Πρόσβαση στο κεφάλαιο**

Η δυνατότητα πρόσβασης στο κεφάλαιο ευνοεί ιδιαίτερα τους μικροεπενδυτές, οι οποίοι με μικρότερα χρηματικά ποσά μπορούν να επενδύσουν σε ένα χαρτοφυλάκιο ακίνητης περιουσίας, με διαφορετικού τύπου ακίνητα, τα οποία μπορεί να βρίσκονται σε διάφορες περιοχές. Με αυτόν τον τρόπο έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν σε μία επένδυσης μεγάλης αξίας, που υπό διαφορετικές συνθήκες ενδεχομένως να μην είχαν.

Ωστόσο, η επένδυση στα REITs ελλοχεύει και κινδύνους, οι οποίοι προέρχονται από:

- **Μη δυνατότητα άμεσης επίβλεψης της διαχείρισης της επένδυσης**

Ο επενδυτής δεν μπορεί να ελέγξει άμεσα τη διαχείριση της επένδυσής του διότι υπεύθυνη για τη διαχείριση καθίσταται η διοίκηση του REIT και αυτή λαμβάνει τις αποφάσεις σχετικά με την αξιοποίηση και διαχείριση των ακινήτων, που αποτελούν μέρος του χαρτοφυλακίου.

- **Αλληλεπίδραση των μετοχών REITs με τις επικρατούσες συνθήκες στην χρηματιστηριακή αγορά**

Η γενικότερη κατάσταση της χρηματιστηριακής αγοράς, στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές των εταιρειών REITs λειτουργεί ως καθοριστικός παράγοντας για την πορεία τους. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι αποδόσεις των REITs παρουσιάζουν μεγαλύτερο ποσοστό διακύμανσης συγκριτικά με τις αποδόσεις των άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα, γεγονός που εντείνει τον κίνδυνο επένδυσης σε REITs.

- **Μεταβολές στη ζήτηση και προσφορά των ακινήτων**

Όταν παρατηρείται γενικότερη πτώση είτε στις τιμές των ακινήτων είτε στα ενοίκια, τότε αναπόφευκτα επηρεάζονται οι αποδόσεις των REITs, με αποτέλεσμα την επικείμενη μείωση τους.

- **Τροποποίηση και αλλαγή της ισχύουσας νομοθεσίας περί ακινήτων (νομικό-φορολογικό καθεστώς) από την εκάστοτε πολιτική ηγεσία**

Μορφές επενδυτικής πολιτικής

Μετά την αντιστάθμιση των οφελών/πλεονεκτημάτων και των κινδύνων/μειονεκτημάτων της επένδυσης σε REITs, η τελική επιλογή για την πραγματοποίηση της επένδυσης ή όχι εναπόκειται στον υποψήφιο επενδυτή, βάσει των επενδυτικών του στόχων και της επενδυτικής πολιτικής που επιθυμεί να ακολουθήσει. Στον κόσμο των REITs, υπάρχουν πολλές μορφές επενδυτικής πολιτικής ανταποκρινόμενες στους εκάστοτε στόχους κάθε επενδυτή. Ένας επενδυτής ενδεχομένως να αναζητήσει εταιρείες κολοσσούς με σταθερά ανοδική πορεία, να αγοράσει μετοχές της και να τις κρατήσει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Ή μπορεί να διακινδυνεύσει περισσότερο και να στοχεύσει σε μεγαλύτερα κέρδη επενδύοντας σε πιο επίφοβες μετοχές REIT, ή να αγοράσει από εκείνους που πωλούν τις μετοχές τους συγκριτικά πολύ χαμηλότερα με την καθαρή αξία του ενεργητικού (Net Asset Value, NAV). Επίσης, ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει μετοχές εταιρειών REITs που έχουν δεχθεί οικονομικό πλήγμα και επιδιώκουν την ανάκαμψη τους. Ή μπορεί να στοχεύσει σε μετοχές εταιρειών REITs με υψηλές αποδόσεις μερισμάτων, ελπίζοντας ότι η διανομή των υψηλών μερισμάτων θα συνεχιστεί. Συνεπώς, όλα είναι πιθανά και εξαρτώνται από τις προτιμήσεις και τους στόχους των επενδυτών, τις προϋποθέσεις για επιτυχημένες αποδόσεις και τα όρια ανάληψης επενδυτικού κινδύνου.

Ενδεικτικά:

Η τακτική **Buy and Hold** (αγοράζω και κρατάω)

Ο συλλογισμός πίσω από αυτήν την επενδυτική τακτική έγκειται στο ότι το κλειδί για επιτυχημένες επενδύσεις είναι η αγορά μετοχών από εταιρείες κολοσσούς, που χαρακτηρίζονται από σταθερότητα ή η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων (διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια REIT ή αμοιβαία κεφάλαια REIT) και η διατήρησή τους στην κατοχή των επενδυτών επ' αόριστον. Οι υποστηρικτές αυτής της σχολής κρίνουν ότι η μόνη φορά που θεωρείται κατάλληλη για να πουλήσει κάποιος είναι όταν χρειάζεται κεφάλαια για να τα αξιοποιήσει αλλού (Block, 2012)

Η εν λόγω στρατηγική παρουσιάζει αρκετά πλεονεκτήματα. Οι επενδυτές δεν χρειάζεται να ανησυχούν για την πορεία των κύκλων των ακινήτων, τα ποσοστά διαθεσιμότητας ή

ενοικίασης των ακινήτων, ή ακόμα και τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων των REITs. Αντιθέτως, θα πρέπει να εμπιστευτούν τις ομάδες έμπειρων και καταρτισμένων συμβούλων των REITs και να είναι υπομονετικοί. Δεδομένου ότι οι συγκεκριμένοι επενδυτές δεν έχουν την εμπορική ιδιότητα, εξοικονομούν σημαντικό ποσοστό από το κόστος προμηθειών και τον επιβαλλόμενο φόρο επί κεφαλαιακών κερδών. Ωστόσο, η συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική εμφανίζει κάποια αδύναμα σημεία. Ειδικότερα, εάν χρησιμοποιηθούν αμοιβαία κεφάλαια, η διαχείριση των οποίων χαρακτηρίζεται ενεργητική, οι επενδυτές θα πρέπει να καταβάλλουν έξοδα διαχείρισης συμπεριλαμβανομένων και άλλων εξόδων σε ετήσια βάση και σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να καταβάλουν αμοιβή για υπηρεσίες μάρκετινγκ ή πωλήσεων. Παράλληλα, η επένδυση αμοιβαίων κεφαλαίων προϋποθέτει εκτεταμένη τήρηση αρχείων, ιδίως όταν μερίσματα και κέρδη κεφαλαίου επενδύονται εκ νέου. Ωστόσο, οι επενδυτές δεν μπορούν να αξιοποιήσουν συγκεκριμένες πληροφορίες που ενδεχομένως να τους βοηθούσαν να επιλέξουν σωστά πότε να αγοράσουν και να πουλήσουν, γιατί αυτό αντιβαίνει στο πνεύμα αυτής της μεθόδου. Η πολιτική αγοράζω και κρατάω δεν επιφέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα αναφορικά με τις αποδόσεις, ειδικά σε χρονικές περιόδους κατά τις οποίες ολόκληροι τομείς ακινήτων μπορεί να διέρχονται από μία μακροχρόνια περίοδο ύφεσης. Γι' αυτόν τον λόγο, οι επενδυτές πρέπει να είναι υπομονετικοί όταν διέρχονται από τις λεγόμενες «αγορές αρκούδας» των ακινήτων χωρίς να προβούν στην πώληση των μετοχών ή των αμοιβαίων κεφαλαίων REIT, περιμένοντας μακροπρόθεσμα την ανάκαμψή τους. (<https://www.reitstitute.com/beta-explanation>)

Η τακτική αποτίμησης μετοχών REIT (REIT Stock Valuation)

Στον αντίποδα, οι επενδυτές που δεν τάσσονται υπέρ της στρατηγικής Buy and Hold και επιθυμούν να αγοράζουν και να πουλούν τις μετοχές των REITs, να συμμετέχουν ενεργά και να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες, θα πρέπει να γνωρίζουν να αποτιμούν την αξία των μετοχών. Επομένως, οι επενδυτές αυτού του τύπου είναι αναμενόμενο ότι θα αφιερώσουν χρόνο αναλύοντας και εφαρμόζοντας μία ή περισσότερες μεθόδους αποτίμησης προκειμένου να αναζητήσουν τη μέγιστη απόδοση επένδυσης για τα χαρτοφυλάκιά τους. Για τις εταιρείες REIT η μέθοδος αποτίμησης σε βάση καθαρής αξίας ενεργητικού (Net Asset Value) κρίνεται καθοριστική και γι αυτό το λόγο η πλειοψηφία των επενδυτών αλλά και των αναλυτών θεωρούν ότι η NAV ενός REIT αποτελεί σημαντικό μέρος της διαδικασίας αποτίμησης, είτε αυτοτελώς είτε σε συνδυασμό με άλλες μεθόδους. Ο δείκτης NAV προκύπτει από την

σύγκριση των τιμών των μετοχών με την καθαρή αξία του ενεργητικού της εταιρείας. Συνεπώς, ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει την αγοραία αξία του καθαρού ενεργητικού της εταιρείας ανά μετοχή. Παρόλο αυτά, κατά συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, ενδέχεται η τιμή της μετοχής να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την καθαρή αξία του ενεργητικού της εταιρείας. Γι' αυτόν τον λόγο, οι επενδυτές θα πρέπει να συνυπολογίζουν διάφορους παράγοντες, οι οποίοι ενδεχομένως να επηρεάσουν την συνολική εικόνα της αγοράς των ακινήτων, όπως το αν η προσφορά και η ζήτηση νέων χώρων βρίσκονται σε ισορροπία, το αν η προσθήκη νέων χώρων σε μία αγορά ακινήτων συμβαδίζει χρονικά με την απορρόφησή τους, το αν αυξάνονται τα αποθέματα χώρου, το αν επέρχεται πτώση στις τιμές των ενοικίων και κατ' επέκταση μείωση της καθαρής αξίας της ακίνητης περιουσίας.

Συνοψίζοντας, η χρήση ενός μοντέλου αποτίμησης που στηρίζεται στον δείκτη NAV αποτελεί έναν αξιόπιστο τρόπο για να προσδιοριστεί η αξία των μετοχών REIT. Παράλληλα, εάν τα αποτελέσματά της αξιοποιηθούν σωστά, χάρη στη συγκεκριμένη μέθοδο ο επενδυτής μπορεί να εντοπίσει τις υπερτιμημένες REITs. Μάλιστα, η ικανότητα των συμβούλων διαχείρισης να προσδίδουν μεγαλύτερη αξία στην αντικειμενικά καθαρή αξία των ακινήτων ενδέχεται να οδηγήσει, σε ορισμένες περιπτώσεις, σε υπερτίμηση της αξίας των ακινήτων των REITs. Ορισμένα REITs μπορούν να το επιτύχουν σε διάφορες χρονικές περιόδους, αλλά εν γένει κρίνεται δύσκολο να δημιουργούν πλεονάζουσα αξία σε συστηματική βάση. Ωστόσο, οι επενδυτές θα πρέπει να συνυπολογίζουν ένα περιθώριο προσαρμογής στην εύλογη αξία των μετοχών (είτε προασαυζάνοντας είτε μειώνοντας τη) εφόσον διακρίνουν την ικανότητα των REITs για αύξηση ή μείωση των μετοχών τους αντίστοιχα. Ειδικότερα, ένας επενδυτής στην προσπάθεια υπολογισμού της NAV, θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν του σημαντικές παραμέτρους όπως:

- Να προσμετρώνται στην εκτιμώμενη αξία των ακινήτων, μη αξιοποιήσιμα ακίνητα και περιουσιακά στοιχεία, που δεν σχετίζονται με την ακίνητη περιουσία, χρησιμοποιώντας την καθαρή τρέχουσα αξία (Net Present Value, NPV) των εκτιμώμενων μελλοντικών εσόδων από ακίνητα υπό κατασκευή ή ανακατασκευή. Ωστόσο, θα πρέπει να εξαιρούνται από τον υπολογισμό οι αποσβέσεις και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (δικαιώματα, τίτλοι, τόκοι).
- Τα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία και τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που δεν σχετίζονται με ακίνητα θα πρέπει να προστίθενται κατά τον υπολογισμό της NAV, εντάσσοντας την, όσο το δυνατόν, ακριβέστερη εκτίμηση της τρέχουσας αξίας τους.

- Μερικές φορές, η πραγματική αξία ενός μέρους του χρέους ενδέχεται να διαφέρει από την αξία που αποτυπώνεται στον ισολογισμό και γι' αυτόν τον λόγο απαιτείται αναπροσαρμογή του συνόλου των απαιτήσεων.
- Τέλος, από την αξία του ενεργητικού ενός REIT θα πρέπει να αφαιρούνται οι απαιτήσεις των μη κοινών μετόχων. Σε αυτές περιλαμβάνονται οι μη ελεγχόμενες συμμετοχές (μέλη μιας operating partnership), οι κοινοπραξίες, τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων και οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών. Αυτού του είδους οι απαιτήσεις ουσιαστικά αφαιρούνται από τα κέρδη προς διανομή στους κοινούς μετόχους και ως εκ τούτου, θα πρέπει να εξαιρούνται από τον υπολογισμό της NAV.

(<https://www.reitstitute.com/reit-net-asset-value>)

Συνεπώς, οι εν λόγω προμηδοτήσεις ή εκπτώσεις θα πρέπει να κυμαίνονται ανάλογα με τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες του κάθε τομέα ειδικά και της αγοράς ακινήτων γενικά καθώς και με γνώμονα την κατάσταση του κάθε REIT ξεχωριστά.

Κατά γενική ομολογία, λοιπόν, παράγοντες όπως μια αποδοτική ομάδα συμβούλων διαχείρισης, μια έξυπνη και καλά εκτελεσμένη στρατηγική, η δυνατότητα πρόσβασης στο κεφάλαιο, η εύλογη μόχλευση χρέους και η δυνατότητα ρευστοποίησης των μετοχών δικαιολογούν, αρχικά, μια εύλογη (π.χ. ύψους 5%) προμηδοτήση του NAV κατά τη διάρκεια των περισσότερων κύκλων της αγοράς και μετέπειτα, συντείνουν στη δημιουργία πρόσφορων συνθηκών ώστε η προμηδοτήση του NAV να ανέλθει στο 15 έως 20%. (Block, 2012). Οι επενδυτές θα πρέπει, ωστόσο, να είναι επιφυλακτικοί με τις υπερτιμήσεις, εκτός αν πιστεύουν ότι οι τιμές των ακινήτων πρόκειται να αυξηθούν σημαντικά ή ότι ένα συγκεκριμένο REIT εμφανίζει εξαιρετικά καλές προοπτικές ανάπτυξης ή δημιουργίας αξίας μακροπρόθεσμα. Ένα άλλος σημαντικός δείκτης που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση των μετοχών των REITs είναι το FFO (Funds From Operations- Έσοδα Λειτουργίας). Ο συγκεκριμένος δείκτης ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα της εταιρείας REIT μείον τα κέρδη ή τις ζημιές που θα ανακύψουν από την αγοραπωλησία του ακινήτου ή την αναδιάρθρωση του χρέους, στο οποίο προστίθενται οι αποσβέσεις του ακινήτου. Με άλλα λόγια, ο δείκτης FFO θεωρείται ισοδύναμο με τις ταμειακές ροές ανά μετοχή, επειδή προσθέτει τις μη ταμειακές επιβαρύνσεις (<https://www.reitstitute.com/evaluating-reits/ffo-and-affo>). Οι επενδυτές που προσπαθούν να αποτιμήσουν την αξία των μετοχών των REITs με βάση τον δείκτη των εσόδων λειτουργίας του ενστερνίζονται την άποψη ότι τα REITs είναι πραγματικές επιχειρήσεις και όχι απλά

χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας. Ωστόσο, η ανάλυση του δείκτη FFO στηρίζεται κυρίως σε υποθέσεις, διότι αγνοεί ορισμένους παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάσουν το ποσό που προορίζεται για τη διανομή των μερισμάτων στους μετόχους, με αποτέλεσμα να καθίσταται σχετικά προβληματική η αυτοτελής εφαρμογή της. Παρόλο που μπορεί να συνδράμει στην σύγκριση σχετικών αποτιμήσεων, από την άλλη πλευρά δεν μπορεί να αποτελέσει δείκτη των απόλυτων αποτιμήσεων.

Στον αντίποδα, τα προσαρμοσμένα έσοδα λειτουργίας (Adjusted Funds From Operations, AFFO) θεωρούνται ένας καλύτερος δείκτης για την αποτίμηση των μετοχών REIT διότι εστιάζουν στον υπολογισμό των διαθέσιμων κεφαλαίων, που προορίζονται για την διανομή μερισμάτων στους μετόχους. Το AFFO, το οποίο είναι επίσης γνωστό ως δείκτης κεφαλαίων που διατίθενται για διανομή, συμπεριλαμβάνει τον υπολογισμό ορισμένων δαπανών που κρίνονται αναγκαίες κατά τη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου ακινήτων, αλλά δεν εντάσσονται στο καθαρό εισόδημα. Το AFFO προσαρμόζει το FFO με δύο τρόπους αφαιρώντας:

1. Κεφαλαιουχικές δαπάνες: Ορισμένες επαναλαμβανόμενες δαπάνες που θεωρούνται αναγκαίες για τη διατήρηση των ακινήτων του χαρτοφυλακίου καθώς και οι ροές εσόδων που δημιουργούν, δεν κεφαλαιοποιούνται άμεσα. Οι συγκεκριμένες δαπάνες αφορούν την κάλυψη αναγκών σε εκμισθωμένα ακίνητα, έξοδα χρηματοδοτικής μίσθωσης καθώς επίσης οικονομικές ενισχύσεις που δίδονται στους ενοικιαστές για ανακατασκευή ή βελτίωση των ακινήτων. Το είδος αυτών των δαπανών κεφαλαιοποιούνται, δηλαδή αντιμετωπίζονται ως περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού και όχι του παθητικού και απομειώνονται σταδιακά μέσω της λογιστικής διαδικασίας της απόσβεσης. Αν και το κόστος απομειώνεται για αρκετά χρόνια, τα έξοδα αυτά προπληρώνονται και ως εκ τούτου αφαιρούνται από τα διαθέσιμα κεφάλαια για τη διανομή μερισμάτων. Με αυτόν τον τρόπο, τα REITs παρουσιάζουν μια καλύτερη εικόνα των διαθέσιμων κεφαλαίων για διανομή.
2. Πραγματικά ενοίκια (straight-line rents):. Πρόκειται για έναν λογιστικό όρο και όχι για μια πραγματική ταμειακή ροή. Ειδικότερα, για τον υπολογισμό των πραγματικών ενοικίων, οι λογιστές αθροίζουν όλα τα έξοδα και αφαιρούν όλες τις εκπτώσεις που ανακύπτουν κατά τη διάρκεια της μίσθωσης και έπειτα διαιρούν το αποτέλεσμα που προκύπτει με τη συνολική διάρκεια της μίσθωσης. Αυτός ο μέσος όρος είναι γνωστός ως straight-line rent (πραγματικό ενοίκιο). Επομένως, με τον υπολογισμό του AFFO αφαιρούνται τα πραγματικά ενοίκια, που αντιπροσωπεύουν την ταμειακή ροή των

ενοικίων που πραγματικά εισπράττονται και ως εκ τούτου αποφεύγεται η δημιουργία εικονικών κεφαλαίων, διαθέσιμων προς διανομή.
(<https://www.reitinstitute.com/evaluating-reits/ffo-and-affo>)

Σύμφωνα με το NAREIT, το FFO είναι ο πιο αντιπροσωπευτικός δείκτης απόδοσης ενός REIT. Εν προκειμένω, το NAREIT παρέχει στα REITs τις κατευθυντήριες γραμμές αναφορικά με τον τρόπο υπολογισμού του FFO. Ωστόσο, οι κατευθυντήριες αυτές γραμμές λειτουργούν ως ένα ενδεικτικό σημείο αναφοράς και ως εκ τούτου, οι εταιρείες REITs μπορούν να χρησιμοποιήσουν διαφορετικούς τύπους υπολογισμού του FFO ώστε να συγκεντρώσουν τις απαιτούμενες πληροφορίες. Παρόλο αυτά, ο δείκτης FFO παρουσιάζει αδυναμίες και ο δείκτης AFFO χρησιμοποιείται προκειμένου να αντισταθμιστούν ορισμένες από αυτές. Εξάλλου, το AFFO δημιουργήθηκε ως αντίμετρο για την προβληματική εφαρμογή του FFO και θεωρείται καλύτερος δείκτης αναφορικά με τις υπολειπόμενες ταμειακές ροές για τους μετόχους. Ειδικότερα, η αξία που αποτυπώνεται μέσω του AFFO δίνει στους επενδυτές μια σαφέστερη εικόνα σχετικά με την ικανότητα διανομής των διαθέσιμων μερισμάτων του REIT. Τέλος, σε αντίθεση με το FFO, το NAREIT δεν αποδίδει συγκεκριμένο ορισμό για το AFFO, με αποτέλεσμα οι εταιρείες REITs να διαθέτουν μεγαλύτερη ευελιξία όσον αφορά τις προσαρμογές που πρέπει να κάνουν στο FFO ώστε να υπολογίσουν την τελική αξία του AFFO.
(<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/adjusted-funds-from-operations-affo>)

Οι αδυναμίες που παρουσιάζουν τα προαναφερόμενα μοντέλα δεν θα πρέπει να αποτελέσουν τροχοπέδη για την εφαρμογή τους, αλλά θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν οι περιορισμοί τους. Για παράδειγμα, ένας δείκτης που αποδίδει μια υψηλή τιμή, ενδεχομένως να αντικατοπτρίζει τη αύξηση των αξιών των περιουσιακών στοιχείων καθώς και την αύξηση των ταμειακών ροών ή και το αντίστροφο. Συνεπώς, τα μοντέλα αποτίμησης FFO ή AFFO είναι πιο χρήσιμα ως εργαλεία σχετικής αποτίμησης, καθορίζοντας εάν ένα REIT αποτελεί μια καλύτερη επενδυτική επιλογή συγκριτικά με κάποιο άλλο την παρούσα στιγμή. Αν ένα REIT φαίνεται ότι διαθέτει έναν «καλύτερο» ισολογισμό, καλύτερη ομάδα διαχείρισης, ακίνητα μεγαλύτερης αξίας, ότι ακολουθεί μια ασφαλή και σταθερή στρατηγική και ότι παρουσιάζει καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης σε σχέση με κάποιο άλλο παρόμοιο του, αλλά και τα δύο διαπραγματεύονται με τιμές βασισμένες σε ίδιους δείκτες FFO ή AFFO, τότε αυτό το μοντέλο αποτίμησης μπορεί να αποδειχτεί εξαιρετικά χρήσιμο για τους επενδυτές, βοηθώντας τους να επιλέξουν μεταξύ των δύο αυτών συγκεκριμένων REITs.

Μια άλλη χρήσιμη μέθοδος αποτίμησης των μετοχών REIT είναι η μείωση του αθροίσματος των αναμενόμενων μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών, ή των AFFO, προκειμένου να προκύψει η "καθαρή παρούσα αξία". Ειδικότερα, οι επενδυτές ακολουθώντας τα συγκεκριμένα βήματα δηλαδή: 1) την εκτίμηση της τρέχουσας ή 12μηνιαίας προθεσμιακής AFFO, 2) τον προσδιορισμό της αύξησης των AFFO ενός REIT για τα επόμενα 10, 20 ή 30 χρόνια και 3) την προεξόφληση της αξίας όλων των μελλοντικών AFFOs, η οποία υπολογίζεται με βάση ένα εύλογο επιτόκιο, μπορούν να αποτιμήσουν κατά προσέγγιση την τρέχουσα αξία όλων των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών. Με αυτόν τον τρόπο, η προεξόφληση των AFFO ενδεχομένως να οδηγεί σε υπερτίμηση των αξιών, διότι οι επενδυτές δεν συνυπολογίζουν όλα τα μελλοντικά AFFOs, όπως προκύπτουν από την χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου. Ωστόσο, αυτό το εργαλείο μπορεί να αποδειχτεί εξαιρετικά χρήσιμο στην εύρεση μιας εύλογης τιμής για τις μετοχές ενός REIT σε απόλυτη βάση και όχι μόνο σε σχέση με την ομάδα των REITs, που εμπίπτουν στην ίδια κατηγορία.

Μία άλλη μορφή μεθοδολογίας είναι το μοντέλο προεξοφλημένης αύξησης μερισμάτων. Βάση της αποτελούν οι αποδόσεις μερισμάτων κατά τους τελευταίους 12 μήνες και αποσκοπεί στην αναζήτηση της τρέχουσας αξίας όλων των μελλοντικών μερισμάτων έως και για τα επόμενα 30 χρόνια, υπολογισμένη με βάση ένα συγκεκριμένο επιτόκιο προεξόφλησης και ένα εκτιμώμενο ποσοστό αύξησης των μερισμάτων. Ένα μειονέκτημα αυτής της μεθοδολογίας έγκειται στο ότι μπορεί να αποδώσει μια αρνητική εικόνα για τις εταιρείες REITs, των οποίων η απόδοση των μερισμάτων εμφανίζεται χαμηλότερη σε σχέση με τον δείκτη AFFO, εκτός εάν ο χαμηλός δείκτης πληρωμών ενισχύεται μέσω μεγαλύτερης πίστωσης χάρη στον προβλεπόμενο υψηλότερο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων μακροπρόθεσμα. Εναλλακτικά, μπορεί να δημιουργηθεί ένα διαφορετικό μοντέλο που να προβλέπει ταχύτερη αύξηση των μερισμάτων στο εγγύς μέλλον. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι παρέχει τη δυνατότητα αποτίμησης αποκλειστικά των ταμειακών ροών που αναμένεται να αποδοθούν με τη μορφή μερισμάτων.

Καταλήγοντας και τα δύο προαναφερόμενα μοντέλα παρουσιάζουν περιορισμούς κατά την εφαρμογή τους. Η εκτίμηση της καθαρής παρούσας αξίας που προκύπτει από την εφαρμογή αυτών των μεθόδων κρίνεται επιτυχημένη εφόσον βασίζεται στην ακρίβεια των μελλοντικών προβλέψεων ανάπτυξης και στον σωστό υπολογισμό των επιτοκίων προεξόφλησης. Όπως και στις άλλες μεθόδους αποτίμησης, κρίνεται απαραίτητο να εξετάζονται και άλλοι παράγοντες

όπως η ποιότητα των υπηρεσιών της ομάδας διαχείρισης ενός REIT, η επιχειρηματική πολιτική, η εταιρική διακυβέρνηση, το είδος του χρέους, η ρευστότητα των μετοχών και το καθεστώς των μετόχων.

BLUE-CHIP REITs

Από την οπτική των επενδυτών, τα REITs διαφοροποιούνται με γνώμονα συγκεκριμένα ποιοτικά κριτήρια και εντάσσονται σε διάφορες κατηγορίες με βάση τις ιδιότητες τους, όπως αυτές ανταποκρίνονται στο προφίλ κάθε επενδυτή. Ενδεικτικά, μπορούμε να αναφέρουμε κάποιες κατηγορίες όπως: τα Growth REITs (REITs Ανάπτυξης), τα οποία παρουσιάζουν την ικανότητα να αναπτύσσουν με πολύ γρήγορο ρυθμό τα έσοδα λειτουργίας τους, τα Value or Turnaround REITs (REITs Αξίας ή Ανάκαμψης), των οποίων οι τιμές των μετοχών τους κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα και οι επενδυτές αγοράζουν πολύ φθηνά περιμένοντας την ανάκαμψη τους και τα Bond-Proxy REITs, τα οποία παρουσιάζουν σχετικά χαμηλό ρυθμό αύξησης εσόδων και μερισμάτων, αλλά παρέχουν σταθερή και υψηλή απόδοση μερισμάτων συγκριτικά με τις άλλες κατηγορίες εξαιτίας των χαμηλών ποσοστών χρέους και των σταθερών χαρτοφυλακίων ακίνητης περιουσίας. Ωστόσο, εξέχουσα θέση στον επενδυτικό κόσμο κατέχουν τα Blue-Chip REITs. Αν και δεν έχει υπάρξει ένας αντικειμενικός και κοινά αποδεκτός ορισμός για τη συγκεκριμένη κατηγορία των REITs, θα παρουσιάσουμε τον ορισμό που δίνει ο Ralph L. Block για αυτό το είδος των REITs (Block, 2012). Τα Blue-Chip REITs, όπως και όλες οι κατηγορίες των REITs, επηρεάζονται από τις διακυμάνσεις των οικονομικών κύκλων του τομέα τους, αλλά θα πρέπει μακροπρόθεσμα να εξασφαλίζουν την σταθερή και ανοδική πορεία των εσόδων λειτουργίας τους (FFO), των μερισμάτων και της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων. Δεδομένου ότι από οικονομική άποψη κατέχουν ισχύ και κύρος, έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε επιπρόσθετα ίδια κεφάλαια και δανειακά κεφάλαια που μπορούν να οδηγήσουν σε ρυθμό ανάπτυξης μεγαλύτερο από τον αναμενόμενο μέσο όρο. Ωστόσο, σπάνια παρέχουν τις υψηλότερες αποδόσεις μερισμάτων ή και εν γένει, τις καλύτερες συνολικές αποδόσεις καθώς επίσης σπάνια οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν τις μετοχές τους σε τιμές ευκαιρίας. Παρόλο αυτά, οι συνολικές αποδόσεις τους κυμαίνονται σταθερά από 7 έως 8% κατά μέσο όρο ετησίως, με το ποσοστό κινδύνου να παραμένει χαμηλό. Σε γενικά πλαίσια, οι μετοχές των Blue-Chip REITs θεωρούνται ακριβότερες σε σύγκριση με τις μετοχές

των άλλων REITs αλλά όταν διαπραγματεύονται σε λογικές τιμές, συνήθως αποδεικνύονται η καλύτερη μακροπρόθεσμη επένδυση για τους συντηρητικούς επενδυτές των REITs.

Τα Blue-chip REITs διαθέτουν ορισμένες ιδιότητες που τους κάνουν να διαφοροποιούνται από την πλεοψηφία των υπολοίπων REITs. Ειδικότερα:

- Εξαιρετική διαχείριση από τις ομάδες συμβούλων, οι οποίοι γνωρίζουν εξαιρετικά καλά τις απαιτήσεις της αγοράς ακινήτων καθώς και τις ιδιαιτερότητες των δημοσίων αγορών.
- Μεγαλύτερη πρόσβαση σε επιπρόσθετα δανειακά και ίδια κεφάλαια και αποτελεσματική αξιοποίηση των επιπλέον κεφαλαίων για δημιουργία και αύξηση της αξίας των μετόχων.
- Ισχυροί και ευέλικτοι εταιρικοί ισολογισμοί.
- Εξειδικευμένη τεχνογνωσία επί των περιφερειακών ή τοπικών αγορών ακινήτων, με ιδιαίτερη έμφαση στους επιμέρους τομείς.
- Συντηρητική και έξυπνη πολιτική μερισμάτων.
- Συνετή εταιρική διακυβέρνηση.
- Δυνατότητα κατοχής μετοχών από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και των ομάδων διαχείρισης, με απώτερο σκοπό την παροχή κινήτρου για την επιδίωξη της επιτυχημένης πορείας της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7°:

ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

Συνοψίζοντας όσα προαναφέρθηκαν για το θεσμό των REITs στην Ελλάδα και διεθνώς, μπορούμε να αναφέρουμε ότι ο θεσμός των REITs αποκτά σταδιακά όλο και μεγαλύτερη βαρύτητα στη διεθνή επενδυτική αγορά των εταιριών ακίνητης περιουσίας (real estate) και αναμένεται να αποτελέσει το κύριο όχημα επενδύσεων στο συγκεκριμένο τομέα. Σημαντική ανάπτυξη αναμένεται να έχει ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ και στη χώρα μας και, παρά τα γνωστά προβλήματα στη διεθνή οικονομία, υπάρχει κάθε λόγος να αποτελεί αυτός μια αξιόλογη μορφή επένδυσης τόσο για τους ιδιώτες μικροεπενδυτές όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές, εγχώριους και ξένους.

Το πλαίσιο λειτουργίας των REITs είναι παρεμφερές στις περισσότερες χώρες όπου έχουν θεσμοθετηθεί, με έμφαση στα φορολογικά κίνητρα και στην υποχρέωση διανομής πολύ υψηλού ποσοστού των διανεμητέων κερδών στους μετόχους τους. Η Ευρώπη, αν και προς το παρόν υστερεί ως προς το βαθμό διείσδυσης του θεσμού, κάνει γρήγορα βήματα για την ταχεία εξάπλωσή του. Η προώθηση ενός θεσμικού πλαισίου για πανευρωπαϊκά REITs, που, ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία επενδύουν, θα μπορούν να χαίρουν των ίδιων πλεονεκτημάτων (κυρίως φορολογικών), θα δώσει ιδιαίτερη ώθηση στο θεσμό (Καρυτινός, 2010). Στο μεταξύ προωθείται η σύγκλιση των επιμέρους θεσμικών πλαισίων.

Αναφορικά με τις διαχρονικές αποδόσεις της αγοράς των ακινήτων και άρα των REITs, αυτόνομα αλλά και ειδικότερα σε σχέση με τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών αγορών εν γένει, παρατηρούμε τα εξής. Στην Ελλάδα, έπειτα από σχεδόν μια δεκαετία (1999-2008), που η αγορά ακινήτων λειτουργούσε σε όρους που υπαγόρευαν οι πωλητές, εισήλθε σε βαθιά κρίση την περίοδο 2009-2014, για να μεταβεί στη συνέχεια σε μια περίοδο ανάκαμψης συναλλαγών, όπου όμως το «επάνω χέρι» στις αγοραπωλησίες βρισκόταν στο μέρος των αγοραστών. Τέλος, από το 2018 και μετά, άνοιξε ένας νέος κύκλος εξελίξεων στην αγορά ακινήτων, ο οποίος φαίνεται ότι θα διαρκέσει τουλάχιστον έως το 2027.

Προ της παρούσας πανδημίας και της οικονομικής αστάθειας και αβεβαιότητας που αυτή επέφερε, υπήρχε η πρόβλεψη ότι οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα, εκκινώντας από μία θέση κατά 7%-10% υποτιμημένη (discount) έναντι της «δίκαιης» τιμής, αναμενόταν να

αυξηθούν κατά 7%-8% το 2020-2021 και στη συνέχεια να συγκλίνουν σε ρυθμούς περί το 3% στο τέλος της περιόδου (<https://www.eurocapital.gr/permalink/108364.html>). Ωστόσο η πρωτοφανής κρίση που προέκυψε εντελώς πρόσφατα δεν επιτρέπει ουσιαστικές προβλέψεις, ενώ – προφανώς – οι ανωτέρω εκτιμήσεις (προ COVID-19) δεν πρόκειται, βάσει της κοινής λογικής, να επαληθευθούν.

Διεθνώς, τα μέτρα κοινωνικής αποστασιοποίησης που αποσκοπούν στην επιβράδυνση της εξάπλωσης του COVID-19 είχαν ως αποτέλεσμα την αιφνίδια - και σχεδόν πλήρη - παύση λειτουργίας πολλών επιχειρήσεων σε ολόκληρη την οικονομία παγκοσμίως. Επιπλέον, από τα τέλη Μαρτίου του τρέχοντος έτους, δεκάδες εκατομμύρια εργαζόμενοι έχουν χάσει τις θέσεις εργασίας τους, ωθώντας το ποσοστό ανεργίας προς επίπεδα που δεν έχουμε δει από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης.

Ωστόσο, προτού επιχειρήσουμε μια προσέγγιση των πρωτοφανών συνθηκών που προέκυψαν το τρέχον έτος λόγω του Κορωνοϊού, και τις επιπτώσεις τους στην αγορά των ακινήτων, σκόπιμο είναι να παρατηρήσουμε την συσχέτιση των συνολικών αποδόσεων μεταξύ των REITs και της χρηματιστηριακής αγοράς εν συνόλω.

Για τον σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσουμε, αρχικά, τρεις αντίστοιχα αντιπροσωπευτικούς δείκτες – ήτοι τον δείκτη S&P 500 (που απεικονίζει την πορεία της παραδοσιακής αμερικανικής οικονομίας), τον δείκτη FTSE/EPRA-NAREIT United States (που ενσωματώνει την πορεία των REITs στην αγορά των ΗΠΑ) και τον δείκτη FTSE/EPRA-NAREIT Developed Europe (που απεικονίζει την πορεία των REITs στις αγορές ακινήτων των ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών κρατών), παρατηρώντας την πορεία τους την τελευταία πενταετία. Παρακάτω παρατίθενται οι σχετικοί πίνακες (Πίνακες 1 έως 3), που απεικονίζουν τις τιμές των δεικτών σε μηνιαία βάση, ενώ στο τέλος υπολογίζονται συγκεκριμένα συγκεντρωτικά στοιχεία, όπως ο μέσος όρος της τιμής, η ανώτατη και κατώτατη τιμή τους, η διαφορά αυτών, καθώς και η ποσοστιαία απόδοση των δεικτών κατά τους τελευταίους 60 μήνες.

Στη συνέχεια θα παρατεθούν ορισμένα συγκριτικά γραφήματα, για να μελετηθούν οι αποδόσεις – σε παγκόσμια κλίμακα – των REITs σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα και τα εταιρικά ομόλογα (Γράφημα 1) και οι αποδόσεις των REITs σε 6 χώρες συγκριτικά με τα 10ετή κρατικά τους ομόλογα και την πορεία της χρηματιστηριακής τους αγοράς (Γράφημα 2). Στο Γράφημα 3 αποτυπώνεται η συσχέτιση (σε παγκόσμιο επίπεδο) των χρηματιστηριακών τιμών των REITs σε σχέση με την καθαρή αξία των ακινήτων – περιουσιακών τους στοιχείων από το 2003 έως και το 2019. Τέλος, θα μελετήσουμε την διαχρονική (από το 1991 ως το 2019)

πορεία της συνολικής κεφαλαιοποίησης των REITs σε Ευρώπη, Ασία και Βόρεια Αμερική (Γράφημα 4).

Η απεικόνιση της πορείας των δεικτών (Πίνακες 1-3) σε μηνιαία βάση είχε ως σκοπό αφενός την λεπτομερέστερη ανάλυση της διακύμανσής τους, αφετέρου την δυνατότητα να εστιάσουμε σε συγκεκριμένους μήνες – ειδικότερα τους πρώτους τρεις μήνες του 2020, στους οποίους αποτυπώνεται η επίπτωση της πανδημίας – ώστε να συγκριθούν οι αντιδράσεις των δεικτών κατά το χρονικό αυτό διάστημα.

Οι σχετικοί πίνακες έχουν ως εξής:

S&P 500 Historical Data

Time Frame:

Monthly ☒

 Download Data

10/05/2015 - 10/05/2020

Date	Price	Open	High	Low	Vol.	Change %
Oct 20	3,387.30	3,388.40	3,397.47	3,322.49	-	0.72%
Sep 20	3,363.00	3,503.62	3,588.12	3,209.76	-	-3.92%
Aug 20	3,500.31	3,288.26	3,514.77	3,284.53	-	7.01%
Jul 20	3,271.12	3,105.92	3,279.99	3,101.17	-	5.51%
Jun 20	3,100.29	3,038.78	3,233.13	2,965.66	-	1.84%
May 20	3,044.31	2,869.09	3,068.67	2,766.64	-	4.53%
Apr 20	2,912.43	2,496.08	2,954.86	2,447.49	-	12.68%
Mar 20	2,584.59	2,974.28	3,136.72	2,191.86	-	-12.51%
Feb 20	2,954.22	3,235.66	3,393.52	2,855.84	-	-8.41%
Jan 20	3,225.52	3,244.67	3,337.77	3,214.64	-	-0.16%
Dec 19	3,230.78	3,143.85	3,247.93	3,070.33	-	2.86%
Nov 19	3,140.98	3,050.72	3,154.26	3,050.72	-	3.40%
Oct 19	3,037.56	2,983.69	3,050.10	2,855.94	-	2.04%
Sep 19	2,976.74	2,909.01	3,021.99	2,891.85	-	1.72%
Aug 19	2,926.46	2,980.32	3,013.59	2,822.12	-	-1.81%
Jul 19	2,980.38	2,971.41	3,027.98	2,952.22	-	1.31%
Jun 19	2,941.76	2,751.53	2,964.15	2,728.81	-	6.89%
May 19	2,752.06	2,952.33	2,954.13	2,750.52	-	-6.58%
Apr 19	2,945.83	2,848.63	2,949.52	2,848.63	-	3.93%
Mar 19	2,834.40	2,798.22	2,860.31	2,722.27	-	1.79%
Feb 19	2,784.49	2,702.32	2,813.49	2,681.83	-	2.97%
Jan 19	2,704.10	2,476.96	2,708.95	2,443.96	-	7.87%
Dec 18	2,506.85	2,790.50	2,800.18	2,346.58	-	-9.18%
Nov 18	2,760.17	2,717.58	2,815.15	2,631.09	-	1.79%
Oct 18	2,711.74	2,926.29	2,939.86	2,603.54	-	-6.94%
Sep 18	2,913.98	2,896.96	2,940.91	2,864.12	-	0.43%
Aug 18	2,901.52	2,821.17	2,916.50	2,796.34	-	3.03%
Jul 18	2,816.29	2,704.95	2,848.03	2,698.95	-	3.60%
Jun 18	2,718.37	2,718.70	2,791.47	2,691.99	-	0.48%
May 18	2,705.27	2,643.94	2,742.24	2,594.62	-	2.16%
Apr 18	2,648.05	2,633.45	2,717.49	2,553.80	-	0.27%
Mar 18	2,640.87	2,715.22	2,801.90	2,586.89	-	-2.69%
Feb 18	2,713.83	2,816.45	2,835.96	2,532.69	-	-3.89%
Jan 18	2,823.81	2,683.73	2,872.87	2,682.36	-	5.62%
Dec 17	2,673.81	2,645.10	2,694.97	2,605.52	-	0.98%
Nov 17	2,647.58	2,583.21	2,657.74	2,557.45	-	2.81%
Oct 17	2,575.26	2,521.20	2,582.98	2,520.40	-	2.22%
Sep 17	2,519.36	2,474.42	2,519.44	2,446.55	-	1.93%
Aug 17	2,471.95	2,477.10	2,490.87	2,417.35	-	0.05%
Jul 17	2,470.30	2,431.39	2,484.04	2,407.70	-	1.93%
Jun 17	2,423.41	2,415.65	2,453.82	2,405.70	-	0.48%
May 17	2,411.80	2,388.50	2,418.71	2,352.72	-	1.16%
Apr 17	2,384.20	2,362.34	2,398.16	2,328.95	-	0.91%
Mar 17	2,362.72	2,380.13	2,400.98	2,322.25	-	-0.04%
Feb 17	2,363.64	2,285.59	2,371.54	2,271.65	-	3.72%
Jan 17	2,278.87	2,251.57	2,300.99	2,245.13	-	1.79%
Dec 16	2,238.83	2,200.17	2,277.53	2,187.44	-	1.82%
Nov 16	2,198.81	2,128.68	2,214.10	2,083.79	-	3.42%
Oct 16	2,126.15	2,164.33	2,169.60	2,114.72	-	-1.94%
Sep 16	2,168.27	2,171.33	2,187.87	2,119.12	-	-0.12%
Aug 16	2,170.95	2,173.15	2,193.81	2,147.58	-	-0.12%
Jul 16	2,173.60	2,099.34	2,177.09	2,074.02	-	3.56%
Jun 16	2,098.96	2,093.94	2,120.55	1,991.68	-	0.09%
May 16	2,096.96	2,067.17	2,103.48	2,025.91	-	1.53%
Apr 16	2,065.30	2,056.62	2,111.05	2,033.80	-	0.27%
Mar 16	2,059.74	1,937.09	2,072.21	1,937.09	-	6.60%
Feb 16	1,932.23	1,936.94	1,962.98	1,810.10	-	-0.41%
Jan 16	1,940.24	2,038.20	2,038.20	1,812.29	-	-5.07%
Dec 15	2,043.94	2,062.93	2,104.27	1,993.26	-	-1.75%
Nov 15	2,080.41	2,080.76	2,116.48	2,019.39	-	0.05%
Highest: 3,588.12	Lowest: 1,810.10	Difference: 1,778.02		Average: 2,640.60	Change %: 62.90	

(Πίνακας 1)

Πηγή: <https://www.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>

FTSE EPRA/NAREIT United States Historical Data

i

Time Frame:

Monthly

10/07/2015 - 10/06/2020

Date	Price	Open	High	Low	Vol.	Change %
Oct 20	2,648.22	2,510.76	2,648.22	2,510.76	-	5.72%
Sep 20	2,506.02	2,605.59	2,605.59	2,476.67	-	-3.86%
Aug 20	2,605.59	2,595.11	2,694.18	2,529.48	-	0.40%
Jul 20	2,595.11	2,512.57	2,628.08	2,422.77	-	3.29%
Jun 20	2,512.57	2,446.43	2,835.33	2,398.21	-	2.70%
May 20	2,446.43	2,456.06	2,522.26	2,074.50	-	-0.39%
Apr 20	2,456.06	2,272.31	2,590.37	1,996.88	-	8.09%
Mar 20	2,272.31	2,993.05	3,205.30	1,819.82	-	-24.08%
Feb 20	2,993.05	3,270.26	3,431.19	2,900.62	-	-8.48%
Jan 20	3,270.26	3,213.58	3,350.74	3,165.54	-	1.05%
Dec 19	3,236.36	3,287.66	3,293.52	3,130.65	-	-1.57%
Nov 19	3,287.66	3,350.10	3,364.84	3,206.82	-	-1.86%
Oct 19	3,350.10	3,300.16	3,376.52	3,244.18	-	1.51%
Sep 19	3,300.16	3,222.28	3,321.25	3,216.20	-	2.21%
Aug 19	3,222.28	3,141.41	3,236.38	3,042.08	-	2.78%
Jul 19	3,141.41	3,097.15	3,226.00	3,052.18	-	1.43%
Jun 19	3,097.15	3,081.93	3,234.94	3,044.30	-	0.49%
May 19	3,081.93	3,092.99	3,156.75	3,029.90	-	-0.36%
Apr 19	3,092.99	3,106.19	3,143.52	2,978.66	-	-0.42%
Mar 19	3,106.19	3,024.80	3,124.71	2,974.73	-	2.69%
Feb 19	3,024.80	3,018.36	3,079.00	2,951.22	-	0.21%
Jan 19	3,018.36	2,704.07	3,018.62	2,625.15	-	11.48%
Dec 18	2,707.60	2,970.72	3,019.65	2,598.06	-	-8.86%
Nov 18	2,970.72	2,842.43	2,971.97	2,789.72	-	4.51%
Oct 18	2,842.43	2,913.72	2,915.97	2,737.25	-	-2.45%
Sep 18	2,913.72	3,003.73	3,018.36	2,864.27	-	-3.27%
Aug 18	3,012.31	2,926.10	3,030.40	2,897.91	-	2.95%
Jul 18	2,926.10	2,913.51	2,967.47	2,850.44	-	0.43%
Jun 18	2,913.51	2,814.50	2,928.72	2,807.25	-	3.52%
May 18	2,814.50	2,702.14	2,831.90	2,680.34	-	4.16%
Apr 18	2,702.14	2,672.02	2,720.59	2,598.88	-	1.13%
Mar 18	2,672.02	2,589.96	2,699.90	2,570.54	-	3.17%
Feb 18	2,589.96	2,802.25	2,809.94	2,542.69	-	-7.58%
Jan 18	2,802.25	2,935.22	2,941.31	2,752.05	-	-4.34%
Dec 17	2,929.37	2,946.14	3,009.43	2,877.87	-	-0.57%
Nov 17	2,946.14	2,872.96	2,981.62	2,872.24	-	2.55%
Oct 17	2,872.96	2,914.07	2,978.02	2,846.42	-	-1.41%
Sep 17	2,914.07	2,925.61	2,987.49	2,888.92	-	-0.39%
Aug 17	2,925.61	2,946.19	2,971.67	2,857.91	-	-0.70%
Jul 17	2,946.19	2,922.14	2,970.34	2,824.40	-	0.82%
Jun 17	2,922.14	2,870.05	2,996.37	2,855.52	-	1.81%
May 17	2,870.05	2,904.31	2,930.60	2,818.95	-	-1.18%
Apr 17	2,904.31	2,913.35	3,020.90	2,895.55	-	-0.31%
Mar 17	2,913.35	3,011.64	3,016.69	2,815.98	-	-3.26%
Feb 17	3,011.64	2,914.03	3,042.68	2,872.95	-	3.35%
Jan 17	2,914.03	2,898.95	3,011.32	2,881.87	-	-0.74%
Dec 16	2,935.65	2,822.53	2,947.38	2,765.56	-	4.01%
Nov 16	2,822.53	2,884.20	2,884.20	2,708.21	-	-2.14%
Oct 16	2,884.20	3,069.97	3,069.97	2,821.64	-	-6.05%
Sep 16	3,069.97	3,143.06	3,203.10	2,986.41	-	-2.33%
Aug 16	3,143.06	3,261.81	3,272.45	3,093.41	-	-3.64%
Jul 16	3,261.81	3,123.63	3,278.39	3,098.44	-	4.42%
Jun 16	3,123.63	2,936.72	3,123.71	2,920.08	-	6.36%
May 16	2,936.72	2,882.99	3,056.66	2,846.74	-	1.86%
Apr 16	2,882.99	2,964.54	2,969.00	2,850.85	-	-2.75%
Mar 16	2,964.54	2,703.02	2,967.78	2,703.02	-	9.68%
Feb 16	2,703.02	2,724.71	2,748.91	2,507.93	-	-0.80%
Jan 16	2,724.71	2,828.94	2,856.16	2,568.21	-	-3.68%
Dec 15	2,828.94	2,791.95	2,869.76	2,708.42	-	1.32%
Nov 15	2,791.95	2,811.31	2,869.84	2,679.64	-	-0.69%
Highest: 3,431.19	Lowest: 1,819.82	Difference: 1,611.37	Average: 2,904.69	Change %: -5.80		

(Πίνακας 2)

Πηγή: www.investing.com/indices/ftse-epra-nareit-united-states-historical-data

FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Historical Data

Time Frame:

Mon 

09/05/2015 - 10/05/2020

Date	Price	Open	High	Low	Vol.	Change %
Oct 20	4,368.67	4,353.85	4,353.85	4,353.85	-	2.57%
Sep 20	4,259.15	4,406.90	4,406.90	4,406.90	-	-3.14%
Aug 20	4,397.10	4,302.49	4,453.22	4,301.86	-	2.17%
Jul 20	4,303.57	4,250.96	4,418.28	4,167.04	-	2.16%
Jun 20	4,212.38	4,259.58	4,637.29	4,212.38	-	0.11%
May 20	4,207.96	4,102.76	4,229.31	3,864.18	-	1.57%
Apr 20	4,142.82	3,866.95	4,226.07	3,806.97	-	6.57%
Mar 20	3,887.34	5,061.97	5,297.90	3,357.48	-	-23.29%
Feb 20	5,067.86	5,067.86	5,067.86	5,067.86	-	-7.47%
Jan 20	5,477.09	5,477.09	5,477.09	5,477.09	-	1.68%
Dec 19	5,386.60	5,386.60	5,386.60	5,386.60	-	3.04%
Nov 19	5,227.48	5,227.48	5,227.48	5,227.48	-	2.56%
Oct 19	5,096.99	5,096.99	5,096.99	5,096.99	-	3.13%
Sep 19	4,942.22	4,942.22	4,942.22	4,942.22	-	4.57%
Aug 19	4,726.32	4,726.32	4,726.32	4,726.32	-	3.32%
Jul 19	4,574.60	4,574.60	4,574.60	4,574.60	-	0.68%
Jun 19	4,543.53	4,543.53	4,543.53	4,543.53	-	-2.83%
May 19	4,675.69	4,675.69	4,675.69	4,675.69	-	-0.17%
Apr 19	4,683.71	4,683.71	4,683.71	4,683.71	-	-0.87%
Mar 19	4,724.98	4,724.98	4,724.98	4,724.98	-	4.32%
Feb 19	4,529.27	4,529.27	4,529.27	4,529.27	-	-1.15%
Jan 19	4,584.01	4,584.01	4,584.01	4,584.01	-	10.36%
Dec 18	4,153.58	4,153.58	4,153.58	4,153.58	-	-4.91%
Nov 18	4,368.28	4,368.28	4,368.28	4,368.28	-	-0.90%
Oct 18	4,408.00	4,408.00	4,408.00	4,408.00	-	-3.05%
Sep 18	4,546.58	4,546.58	4,546.58	4,546.58	-	-2.96%
Aug 18	4,685.34	4,685.34	4,685.34	4,685.34	-	0.47%
Jul 18	4,663.57	4,663.57	4,663.57	4,663.57	-	1.25%
Jun 18	4,606.06	4,606.06	4,606.06	4,606.06	-	0.36%
May 18	4,589.56	4,589.56	4,589.56	4,589.56	-	0.73%
Apr 18	4,556.18	4,556.18	4,556.18	4,556.18	-	4.46%
Mar 18	4,361.56	4,361.56	4,361.56	4,361.56	-	3.71%
Feb 18	4,205.49	4,205.49	4,205.49	4,205.49	-	-5.57%
Jan 18	4,453.70	4,453.70	4,453.70	4,453.70	-	-1.03%
Dec 17	4,500.13	4,500.13	4,500.13	4,500.13	-	4.67%
Nov 17	4,299.43	4,299.43	4,299.43	4,299.43	-	0.23%
Oct 17	4,289.48	4,289.48	4,289.48	4,289.48	-	1.07%
Sep 17	4,244.10	4,244.10	4,244.10	4,244.10	-	1.12%
Aug 17	4,197.17	4,197.17	4,197.17	4,197.17	-	0.21%
Jul 17	4,188.47	4,188.47	4,188.47	4,188.47	-	-0.10%
Jun 17	4,192.51	4,192.51	4,192.51	4,192.51	-	-1.85%
May 17	4,271.32	4,271.32	4,271.32	4,271.32	-	2.21%
Apr 17	4,178.80	4,178.80	4,178.80	4,178.80	-	3.84%
Mar 17	4,024.30	4,024.30	4,024.30	4,024.30	-	0.35%
Feb 17	4,010.36	4,010.36	4,010.36	4,010.36	-	4.51%
Jan 17	3,837.46	3,837.46	3,837.46	3,837.46	-	-3.29%
Dec 16	3,967.86	3,967.86	3,967.86	3,967.86	-	5.11%
Nov 16	3,775.11	3,775.11	3,775.11	3,775.11	-	-0.93%
Oct 16	3,810.44	3,810.44	3,810.44	3,810.44	-	-6.86%
Sep 16	4,091.13	4,091.13	4,091.13	4,091.13	-	-2.38%
Aug 16	4,191.03	4,191.03	4,191.03	4,191.03	-	0.15%
Jul 16	4,184.71	4,184.71	4,184.71	4,184.71	-	6.15%
Jun 16	3,942.42	3,942.42	3,942.42	3,942.42	-	-6.01%
May 16	4,194.64	4,194.64	4,194.64	4,194.64	-	3.39%
Apr 16	4,057.01	4,057.01	4,057.01	4,057.01	-	0.24%
Mar 16	4,047.44	4,047.44	4,047.44	4,047.44	-	6.08%
Feb 16	3,815.51	3,815.51	3,815.51	3,815.51	-	-3.14%
Jan 16	3,939.19	3,939.19	3,939.19	3,939.19	-	-5.20%
Dec 15	4,155.20	4,155.20	4,155.20	4,155.20	-	-3.46%
Nov 15	4,304.16	4,304.16	4,304.16	4,304.16	-	-1.26%
Oct 15	4,359.29	4,359.29	4,359.29	4,359.29	-	7.90%
Highest: 5,477.09 Lowest: 3,357.48 Difference: 2,119.61 Average: 4,371.90 Change %: 8.13						

(Πίνακας 3)

Πηγή: <https://www.investing.com/indices/ftse-epra-nareit-developed-europe-historical-data>

Από την μελέτη των παραπάνω δεδομένων προκύπτουν πολύ ενδιαφέροντα συμπεράσματα.

- 1) Η απόδοση του δείκτη S&P 500 κατά την τελευταία πενταετία είναι 62,90%, καθώς από τις 2.080 μονάδες περίπου τον Οκτώβριο του 2015, έχει ενισχυθεί στις 3.387 μονάδες περίπου σήμερα. Πρόκειται για μια μεσοσταθμική ετήσια απόδοση άνω του 12%.
- 2) Η απόδοση του δείκτη FTSE/EPRA-NAREIT United States κατά την τελευταία πενταετία είναι αρνητική, με πτώση 5,80%, καθώς από τις 2.791 μονάδες περίπου τον Οκτώβριο του 2015, διαμορφώνεται στις 2.648 μονάδες περίπου σήμερα. Πρόκειται για μια μεσοσταθμική αρνητική απόδοση της τάξεως του 1,2% περίπου ετησίως.
- 3) Η απόδοση του δείκτη FTSE/EPRA-NAREIT Developed Europe κατά την τελευταία πενταετία είναι 8,13% καθώς από τις 4.300 μονάδες περίπου τον Οκτώβριο του 2015, έχει ενισχυθεί στις 4.368 μονάδες περίπου σήμερα. Πρόκειται για μια μεσοσταθμική ετήσια απόδοση της τάξεως του 1,6% μόλις.
- 4) Η διακύμανση κατά την διάρκεια της 5ετίας για τον S&P 500 (διαφορά κατώτατης και ανώτατης τιμής) είναι κοντά στο 100%, ενώ για τους δείκτες FTSE/EPRA-NAREIT, η διακύμανση αφενός για τον αμερικανικό δείκτη κυμαίνεται στα ίδια περίπου επίπεδα (περί του 90%), ενώ αφετέρου για τον ευρωπαϊκό δεν ξεπερνάει το 66%.

Παρατηρούμε, βάσει των ανωτέρω στοιχείων, ότι κατά την τελευταία πενταετία στην αμερικανική αγορά, ο δείκτης των REITs σημείωσε πτώση, καταγράφοντας απώλειες 5,8%, σε αντίθεση με τον χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500 που σημείωσε ισχυρή άνοδο 62,9% την ίδια περίοδο. Μάλιστα, η σχετικά χαμηλή – θεωρητικά – μεταβλητότητα των REITs χρηματιστηριακά εν συγκρίσει με την υπόλοιπη αγορά, δεν επαληθεύεται στην περίπτωση αυτή, καθώς και οι δύο δείκτες παρουσιάζουν υψηλή διακύμανση (περί του 100% - δηλαδή η υψηλότερη τιμή της περιόδου είναι περίπου διπλάσια της χαμηλότερης τιμής της περιόδου). Παρόλα αυτά η μετοχική σύνθεση του δείκτη S&P 500 είχε πολύ καλύτερη χρηματιστηριακή συμπεριφορά και – προφανώς – καλύτερη αντίδραση στις ανοδικές τάσεις της αγοράς, ενώ ο δείκτης των REITs είχε αρνητική απόδοση. Αντιστοίχως, ο ευρωπαϊκός δείκτης των REITs μπορεί να σημείωσε ελαφρά άνοδο με μικρές ετήσιες αποδόσεις, ωστόσο είχε αρκετά χαμηλότερη μεταβλητότητα τιμής (πέριξ του 66%) σε σχέση με την μεταβλητότητα του αμερικανικού δείκτη. Η διαφοροποίηση αυτή πιθανώς οφείλεται στις ιδιαιτερότητες της αμερικανικής αγοράς ακινήτων σε σχέση με την ευρωπαϊκή, αλλά και στις διαφορές των πολιτικών των κεντρικών τραπεζών (Federal Reserve και ΕΚΤ) ειδικά ως προς την διαμόρφωση των επιτοκίων.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι συμπεριφορές των δεικτών κατά το πρώτο τρίμηνο του 2020 (διασπορά της πανδημίας σε παγκόσμιο επίπεδο), με τον δείκτη S&P 500 να παρουσιάζει συνολική πτώση 21% περίπου, ενώ τον επόμενο μήνα (Απρίλιο 2020) αντέδρασε έντονα ανοδικά κατά 12%, καλύπτοντας ολόκληρη την πτώση του Μαρτίου. Αντιθέτως οι δείκτες των REITs εμφάνισαν εντονότερη πτώση το πρώτο τρίμηνο και ασθενέστερη άνοδο στην αντίδραση του Απριλίου (31,5% και 8% αντίστοιχα για τον αμερικανικό δείκτη, 30% και 6,6% αντίστοιχα για τον ευρωπαϊκό δείκτη). Πιθανότερη εξήγηση είναι ότι ο μετοχικός δείκτης S&P 500 διαμορφώνεται και από εταιρείες ανθεκτικότερες στην τρέχουσα κρίση (π.χ. βιομηχανικές επιχειρήσεις, επιχειρήσεις τροφίμων, φαρμακευτικές εταιρείες κ.λπ.) σε αντίθεση με τους δείκτες REITs. Η απότομη επιδείνωση των επιχειρηματικών συνθηκών όπως ήταν αναμενόμενο είχε έντονα αρνητικές επιπτώσεις στις αγορές εμπορικών ακινήτων και συνεπώς και στα REITs. – για παράδειγμα, η ζήτηση για επαγγελματική στέγη αποδυναμώθηκε το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους. Οι συνθήκες στην αγορά των ακινήτων πιθανότατα θα σταθεροποιηθούν σταδιακά, έως ότου η οικονομία μπορέσει να αρχίσει να επανέρχεται στην κανονικότητα.

Πάντως, όπως φαίνεται στο Γράφημα 1 αμέσως κατωτέρω, η συνολική απόδοση του δείκτη FTSE EPRA/NAREIT Global (που ενσωματώνει αξίες των REITs σε παγκόσμιο επίπεδο) από το 2001 ως το 2019 είναι εμφανώς πιο έντονα ανοδική σε σχέση με τις καμπύλες των αποδόσεων τόσο των εταιρικών ομολόγων, όσο και των σταθμισμένων μετοχικών αξιών (μεσαίας και μεγάλης κεφαλαιοποίησης) κατά την ίδια περίοδο – πάντα σε παγκόσμιο επίπεδο. Εμφανίζει μάλιστα πιο απότομες γραφικές «εξάρσεις», αντιδρώντας διαχρονικά εντονότερα τόσο στις ανόδους όσο και στις πτώσεις, σε σχέση με τα εταιρικά ομόλογα και τις μετοχές. Μάλιστα όπως φαίνεται στο γράφημα, η μέση ετήσια απόδοση του δείκτη των REITs ήταν 9,3% ετησίως, πολύ υψηλότερο από το μέσο ετήσιο 4,7% των εταιρικών μετοχών και 5,2% των εταιρικών ομολόγων.

Ακολουθεί το Γράφημα 1:



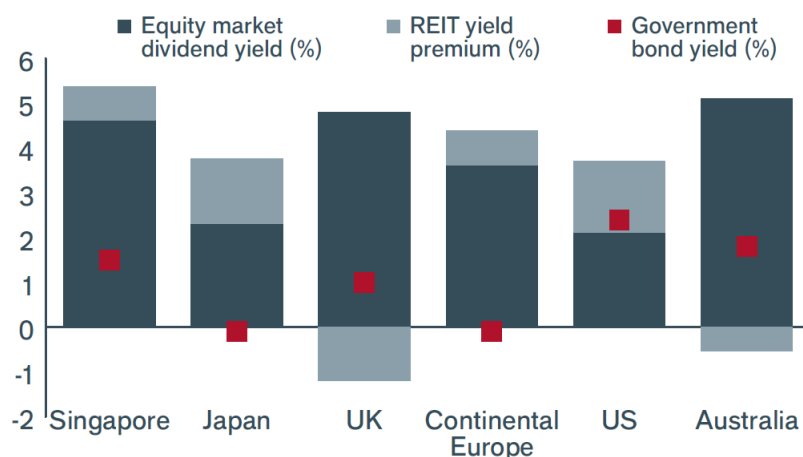
Source: Bloomberg MSCI, S&P Citigroup, as at 31 March 2019

(Γράφημα 1)

Πηγή: Janus Henderson Investors, The case for Global Property Equities, June 2019, <https://www.janushenderson.com>

Στην συνέχεια (Γράφημα 2) παρατηρούμε ότι στην πλειοψηφία των ανεπτυγμένων οικονομιών παγκοσμίως (Σιγκαπούρη, Ιαπωνία, Ηπειρωτική Ευρώπη, ΗΠΑ) η απόδοση των REITs για την προηγούμενη χρονιά (2019) είναι πολύ υψηλότερη, τόσο από την απόδοση της κεφαλαιαγοράς όσο και από τις αποδόσεις των κρατικών δεκαετών ομολόγων των αντιστοίχων χωρών. Ωστόσο, στο Ηνωμένο Βασίλειο και στην Αυστραλία, οι αποδόσεις των REITs το περασμένο έτος ήταν αρνητικές, και υπολείπονταν κατά πολύ τόσο των μετοχικών αποδόσεων όσο και των αποδόσεων των κρατικών τους ομολόγων. Πιθανότατα η διαφοροποίηση αυτή ανάγεται στις ιδιαίτερες οικονομίες των νησιωτικών αυτών κρατών και στην επίδραση τοπικών παραγόντων στην διαμόρφωση των τιμών των ακινήτων ή/και των τιμών των εισηγμένων εταιρειών REITs.

Αμέσως κατωτέρω παρατίθεται το Γράφημα 2:



Source: UBS, Bloomberg as at 31 March 2019. 10-year government bonds.

(Γράφημα 2)

Πηγή: Janus Henderson Investors, The case for Global Property Equities, June 2019, <https://www.janushenderson.com>

Ένα ακόμη συγκριτικό γράφημα είναι αυτό που απεικονίζει τον λόγο της κεφαλαιοποίησης / χρηματιστηριακής αξίας των REITs σε παγκόσμιο επίπεδο, προς την αξία της περιουσίας που οι εταιρείες αυτές ενσωματώνουν, ουσιαστικά δηλαδή την αξία της ακίνητης περιουσίας τους. Ο λόγος αυτός αποφασίζει το αν οι μετοχικές αξίες των REITs διαπραγματεύονται «πάνω» (Premium) ή «κάτω» (Discount) από την καθαρή τους θέση (Net Asset Value ή NAV). Παρατηρούμε ότι την περίοδο της οικονομικής άνθησης της προηγούμενης δεκαετίας (2004 – 2008) τα REITs διαπραγματεύονταν συνεχώς με premium, ενώ όταν ο λόγος πλησίαζε την μονάδα (δηλαδή το 0%), οι αξίες των REITs «αντιδρούσαν» ανοδικά. Ωστόσο με το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης του 2008-2009 υπήρξε βίαιη πτώση των χρηματιστηριακών αξιών των REITs με αποτέλεσμα τον Μάρτιο του 2009 τα REITs να διαπραγματεύονται με discount περίπου 50%! Στην συνέχεια και για την επόμενη δεκαετία υπήρξε σταδιακή εξισορρόπηση αυτής της υπερβολής, ωστόσο αντιστράφηκε και η τεχνική αντίδραση της αγοράς σε σχέση με την πενταετία 2004-2008, ήτοι, όταν ο λόγος πλησίαζε ή ξεπερνούσε ελαφρά το 0%, οι αγορές των REITs «αντιδρούσαν» καθοδικά.

Ακολουθεί το Γράφημα 3:



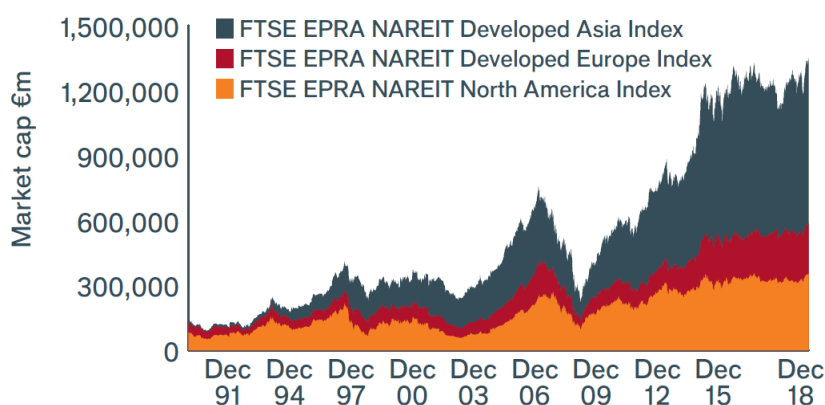
Source: UBS, data from March 2003 to March 2019. FTSE EPRA/NAREIT Global

(Γράφημα 3)

Πηγή: Janus Henderson Investors, The case for Global Property Equities, June 2019, <https://www.janushenderson.com>

Τέλος, στο Γράφημα 4 παρατηρούμε ότι διαχρονικά η πορεία της συνολικής κεφαλαιοποίησης των REITs σε Ευρώπη, Ασία και Βόρεια Αμερική είναι σταθερά ανοδική, με την αγορά της Ασίας να κατέχει τα πρωτεία στην αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας από την κρίση του 2009 και εντεύθεν, με τις ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές χώρες και τις βορειοαμερικανικές να ακολουθούν.

Ακολουθεί το Γράφημα 4:



Source: Bloomberg, as at 31 March 2019

Index: FTSE EPRA/NAREIT Developed Real Estate Total Return Indices

(Γράφημα 4)

Επιστρέφοντας στο σήμερα, η πανδημία του Covid-19 είναι μια ανθρώπινη τραγωδία, πρωτοφανής για την εποχή μας. Πέρα από χιλιάδες ανθρώπινες απώλειες σε παγκόσμιο επίπεδο, έχει διαταράξει σοβαρά την καθημερινή ζωή των πολιτών και τη λειτουργία της οικονομίας στην Ευρώπη και σε ολόκληρο τον κόσμο. Όλες οι χώρες και οι οικονομικοί τομείς έχουν επηρεαστεί.

Ενώ η προστασία της δημόσιας υγείας και της ασφάλειας των πολιτών είναι υψίστης σημασίας, είναι επίσης σημαντικό να διατηρηθούν σημαντικοί οικονομικοί τομείς κατά τη διάρκεια της κρίσης, καθιστώντας ευκολότερη την σταδιακή επανεκκίνηση της οικονομίας. Ο τομέας της αγοράς ακινήτων στην Ευρώπη είναι βέβαιο ότι μπορεί να συμβάλλει σημαντικά στην προσπάθεια αυτή. Οι εθνικές κυβερνήσεις των ευρωπαϊκών κρατών και τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα εργάζονται ήδη για την ανάπτυξη μέτρων που αποσκοπούν στη στήριξη της οικονομικής σταθερότητας και ανάκαμψης. Τα μέτρα θα πρέπει (κατά την άποψή μας) να δημιουργήσουν κίνητρα για όλους τους παράγοντες της αγοράς (τους ιδιοκτήτες, τους δανειστές, τους επενδυτές και τους ενοικιαστές) να συνεργαστούν, ώστε να υπάρξει ορθός καταμερισμός των βαρών - και έτσι όλοι να είναι σε θέση να συμβάλουν στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική και κοινωνική σταθερότητα γενικότερα.

Ο τομέας των REITs στις ΗΠΑ εισήλθε στην κρίση της πανδημίας με ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη, υγιείς ισολογισμούς και έχοντας αντλήσει 440 δισεκατομμύρια δολάρια σε ίδια κεφάλαια από το 2009 έως το 2019. Τα κεφάλαια αυτά χρησιμοποιήθηκαν για να χρηματοδοτήσουν περαιτέρω αγορές ακινήτων, οι οποίες βασίστηκαν περισσότερο σε ίδια κεφάλαια παρά σε χρέος. Ως αποτέλεσμα, οι δείκτες μόχλευσης στο τέλος του 2019 ήταν στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων δύο δεκαετιών. Τα REITs επιμήκυναν επίσης τη λήξη των χρεών τους, από σταθμισμένο μέσο όρο μικρότερο από 60 μήνες το 2008 σε 83 μήνες, ή σχεδόν επτά έτη, στο τέλος του 2019. Η μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής του χρέους και η μετακύλιση των χρόνων λήξης έχουν μειώσει την ανάγκη αναχρηματοδότησης των χρεών κατά τους προσεχείς μήνες. Για τους παραπάνω λόγους, θεωρούμε ότι η ύπαρξη ισχυρής οικονομικής βάσης στην αρχή της τρέχουσας κρίσης θα βελτιστοποιήσει την ικανότητα του κλάδου να διαχειριστεί τις προκλήσεις της πανδημίας και την σταδιακή επιστροφή στην οικονομική κανονικότητα. (Calvin Schnure, The Outlook for REITs During the COVID-19 Crisis, 2020)

Συμπερασματικά, η διαχρονική εξέλιξη του θεσμού των REITs σε παγκόσμια κλίμακα, αποδεικνύει ότι αποτελεί μια αγορά με στέρεη βάση, πραγματικό αντίκρισμα σε αληθινά και χειροπιαστά περιουσιακά στοιχεία, που προσφέρει σταθερές (και ισχυρότερες εναλλακτικών μορφών επένδυσης) αποδόσεις, και προσαρμόζεται στις συνθήκες των καιρών. Θα πρέπει, συνεπώς, να αποτελεί μια κύρια επενδυτική επιλογή, τόσο για τους ιδιώτες όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές, που επιθυμούν να προσδώσουν στο χαρτοφυλάκιό τους μια συνισταμένη σταθερότητας και ασφάλειας, με παρόν και μέλλον, αλλά και με ανεξάντλητες δυνατότητες ανάπτυξης.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ascherl, C. (2018)-Essays on the Performance of listed Real Estate Companies, Dissertation, Eingereicht an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Regensburg

Bacow, L.S. (1990) “Foreign Investment, Vertical Integration and the Structure of the US Real Estate Industry”, *Real Estate Issues*, Vol. 15 (2), pp. 1-8.

Block, R.L. (2012) *Investing in REITs-Real estate investment trusts*, Wiley, New Jersey.

Brown J. (2019) The REIT footprint expands globally, <https://www.greenstreet.com/insights/blog/the-reit-footprint-expands-globally-2>

Chen J. (2020) Closed-Ended Management Company (<https://www.investopedia.com/terms/c/closedendmanagementcompany.asp>)

Chen J. (2020) Real Estate Investment Trust (REIT) <https://www.investopedia.com/terms/r/reit.asp>

Coletta, C.M., Busato, F. (2019) “Real Estate Management and Valuation- U.S. REITs- A Financial Economics Review of 2018”, *Real Estate Management and Valuation*, Vol. 27 (2), pp. 20-32.

Corporate Finance Institute (2020) Adjusted Funds From Operations (AFFO) (<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/adjusted-funds-from-operations-affo>)

Deloitte (2020) UK REITS, A summary of the regime.

Eichholtz, P.M.A., Kok, N. (2008) The EU REIT and the Internal Market for Real Estate. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1081198> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1081198>

EPRA (2019) Global REIT Survey 2019, European Public Real Estate Association, <https://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey>

ERNST & YOUNG (2019), Global REIT Markets

FTSE EPRA/NAREIT United States Historical Data (2015-2020), www.investing.com/indices/ftse-epra-nareit-united-states-historical-data

FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Historical Data (2015-2020), [www.investing.com](https://www.investing.com/indices/ftse-epra-nareit-developed-europe-historical-data)
<https://www.investing.com/indices/ftse-epra-nareit-developed-europe-historical-data>

Janus Henderson Investors (2020) The case for Global Property Equities, June 2019,
<https://www.janushenderson.com>

Kagan J. (2020) Trust Definition <https://www.investopedia.com/terms/t/trust.asp>

Lake R. (2019) ‘Pooled Investment Vehicles: Definition and Types’
<https://smartasset.com/investing/pooled-investment-vehicle>

Liberal Markets - «Ο αντισυμβαλλόμενος»: Όσα είδαμε στο πρώτο συνέδριο ακινήτων στο XA, www.liberal.gr, Φεβρουάριος 2020

Lin, Y.C., Lee, C.L., Newell, G. (2019). “The significance of residential REITs in Japan as an institutionalised property sector”, *Journal of Property Investment & Finance*, 37(4), 363-379.

NAREIT (2020) REIT Basics (<https://www.reit.com/what-reit/reit-basics>)

NAREIT (2020) What’s a REIT? (<https://www.reit.com/what-reit>)

PWC (2019) Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes.

REIT Institute (2020) A History of Innovation (<https://www.reitinstitute.com/reits-history-of-innovation>)

REIT Institute (2020) Evaluating REITs—BETA Explanation
(<https://www.reitinstitute.com/beta-explanation>)

REIT Institute (2020) Evaluating REITs REIT Net Asset Value
<https://www.reitinstitute.com/reit-net-asset-value>

REIT Institute (2020) Evaluating REITs FFO & AFFO
<https://www.reitinstitute.com/evaluating-reits/ffo-and-affo>

Rupp, J. (2020) Real Estate Industry and the COVID-19 crisis, May 2020.

S&P 500 Historical Data (2015-2020), [www.investing.com](https://www.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data)
<https://www.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>

Schnure, C. (2020) The Outlook for REITs During the COVID-19 Crisis,
<https://www.reit.com/news/blog/market-commentary/the-outlook-for-reits-during-the-covid-19-crisis>

Suárez, J.L. (2009) *European Real Estate Markets*, Palgrave Macmillan, Hampshire.

TEGOVA (2020) European Valuation Standards (EVS),
<https://www.tegova.org/en/p5fa0280f9d296>

Wijburg, G. (2019) “The introduction of real estate investment trusts in France and its implications for state-finance relations in the Greater Paris region”, *Geoforum*, Vol. 100, pp. 209-219.

Αστικός Κώδικας, Εμπράγματο Δίκαιο, άρθρα 948, 953, 973, 1000, 1118, 1142, 1209, 1257

Γεωργιάδης, Α. (1999) Εμπράγματο Δίκαιο Ι, Κεφάλαιο 1^ο, σελ. 31-41

Καρυτινός, Α. (2010) Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας: Διεθνές και Ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας (2010)

Νόμος 2778/1999, ΦΕΚ Α-295/30.12.1999, Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας-Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις, Κεφάλαιο Β΄, άρθρα 21-30

Νόμος 4172/2013, ΦΕΚ Α-167/ 23.7.2013, Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος, Μέρος 3^ο, Φορολογία Εισοδήματος Νομικών Προσώπων, άρθρα 44 και επόμενα

Χατζηδάκης Μ. (2020), “Όσα είδαμε στο πρώτο συνέδριο ακινήτων στο ΧΑ΄”,
(<https://www.eurocapital.gr/permalink/108364.html>)

Χρηματιστήριο Αθηνών (2020) ‘Funds’ (<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/funds>)

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

www.athexgroup.gr

www.bloomberg.com

www.briqproperties.gr

www.corporatefinanceinstitute.com

www.epra.com

www.greenstreet.com

www.ici-reic.com

www.investing.com

www.investopedia.com

www.nareit.com

www.prodea.gr

www.pwc.com

www.reitas.sg

www.reitinstitute.com

www.reitsmarket.com

www.tetravivlos.com

www.trastor.gr