



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Του Φοιτητή

ΒΑΦΕΑ ΙΩΑΝΝΗ

Επιβλέπων: ΛΙΑΠΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

Αναπληρωτής Καθηγητής

Αθήνα, Μάρτιος 2017

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία αυτή πραγματεύεται το θεσμό της συλλογικής επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, ο οποίος εισήχθη πρόσφατα και βρίσκεται σε «νηπιακά» στάδια ανάπτυξης στη χώρα μας. Στόχος της εργασίας είναι να παρουσιαστούν όλες οι πτυχές των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία παγκοσμίως, με έμφαση στην Ελλάδα, να εξεταστούν οι αποδόσεις των REITs και να διατυπωθεί μία εκτίμηση για τις προοπτικές τους σε παγκόσμιο και κυρίως σε διεθνές επίπεδο.

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

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

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

Λέξεις Κλειδιά: επενδύσεις, ακίνητα, REITs, περιουσία

ABSTRACT

This thesis deals with the institution of collective investment in real estate, which has recently been introduced and is in "kindergarten" stages of development in our country. The aim of this paper is to present all aspects of investment funds in real estate worldwide, with emphasis on Greece to examine the performance of REITs and made an assessment of their prospects globally, particularly at international level.

The study initially introduces the reader to the basic principles of the property and consequently its financial assets. Reference is made to the objectives and the risks of investing in real estate, and the first steps of development of financial assets.

Then place the first acquaintance with the institution of REITs, as it developed in the USA. Presented their basic characteristics, types currently available in the market, while a comparison with alternative forms of investment, in terms of risk and expected return.

Finally, following the Greek version of REITs, namely the Investment Company Real Estate (REIC). Reference is made to the institutional framework governing these companies, and presented a survey of the Greek real estate market prospects.

Keywords: investments, real estate, REITs, propert

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ABSTRACT	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΜΕΡΟΣ Α΄	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΝΝΟΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο: Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΕ ΕΓΧΩΡΙΟ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ	11
1.1 Οι παράγοντες που καθορίζουν τις τιμές των ακινήτων.....	11
1.2 Η ελληνική αγορά ακινήτων	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο: ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ REITs	15
2.1 Έννοια και ορισμός των μορφών επένδυσης.....	15
2.2 Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs)	15
2.3 Βασικά χαρακτηριστικά των Reits	16
2.4 Η νομοθεσία για τα Reits στην Ελλάδα	17
2.5 Τα είδη των Reits	20
2.5.1 Μετοχικά REITs - Equity REITs	20
2.5.2 Ενυπόθηκα REITs - Mortgage REITs	20
2.5.3 Παράγωγα REITs - Hybrid REITs	21
2.6 Τα πλεονεκτήματα και τα οφέλη των Reits στις αγορές	21
2.7 Τα μειονεκτήματα των Reits	23
2.8 Σχέση κινδύνου και απόδοσης των ακινήτων που επενδύουν τα Reits.....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ REITs ΚΑΙ Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΑΥΤΩΝ.....	26
3.1 Η φορολογία των ακινήτων σε διεθνές επίπεδο – μελέτη περίπτωσης ΗΠΑ.....	26
3.2 Ο τρόπος φορολόγησης των Reits σε διεθνές επίπεδο	26
3.3 Η φορολόγηση των μετοχών των Reits	28
3.4 Τα γενικά κριτήρια επιλογής των Reits.....	29
3.5 Τα ποσοτικά κριτήρια επιλογής των Reits	29
3.5.1 Δείκτης NAV (Net Asset Value).....	29
3.5.2 Τα λειτουργικά έσοδα	30
3.5.3 Ο συντελεστής απόδοσης και τα μερίσματα	31

3.5.4 Οι πηγές κεφαλαίου του Reit.....	31
3.6 Τα ποιοτικά κριτήρια επιλογής.....	32
ΜΕΡΟΣ Β΄	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο : Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΟΥ REAL ESTATE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΟΙ ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (ΑΕΕΑΠ)	33
4.1 Ορισμός.....	33
4.2 Το θεσμικό πλαίσιο των εταιρειών επενδύσεων της ακίνητης περιουσίας	34
4.3 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εταιριών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας	36
4.4 Οι ελληνικές Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης της Ακίνητης Περιουσίας	37
4.4.1 Eurobank Properties	37
4.4.2 Η «Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας»	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ^ο : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΕΕΑΠ ..	45
5.1 Τράπεζα Πειραιώς (Real Estate)	45
5.2 Eurobank Properties	47
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	49
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	50
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	53

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

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

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

Η αγορά ακινήτων αποτελούσε πάντοτε ένα σημαντικό τμήμα της ελληνικής οικονομίας. Στη χώρα μας, για πολλά χρόνια μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η αγορά των ακινήτων αποτελούσε για τους περισσότερους το μοναδικό μέσο μακροχρόνιας αποταμίευσης, που να μπορούσε να το προστατέψει από τον πληθωρισμό. Σήμερα, η μεν κατοχή ακινήτων αποτελεί το 90% του συνολικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών, η δε ιδιωτική επένδυση σε ακίνητα αποτελεί περίπου το 20% των συνολικών επενδύσεων.

Κάτι τέτοιο έχει σαν αποτέλεσμα οι εξελίξεις στις τιμές των ακινήτων, μέσω της επίδρασής τους στον ιδιωτικό πλούτο, να επηρεάζουν τις αποταμιευτικές επιλογές, καθώς και την εμπιστοσύνη των πολιτών που με τη σειρά τους είναι οι κύριοι παράγοντες της συνέχειας του οικονομικού κύκλου και της ανάπτυξης γενικότερα.

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

ΜΕΡΟΣ Α΄

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΝΝΟΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance)-(ΕΔ) είναι «ένα σύνολο κανόνων που εφαρμόζονται στις Ανώνυμες Εταιρείες και ρυθμίζουν τη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου, σε σχέση με τους μετόχους της εταιρείας. Με την ΕΔ επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση, λειτουργία, διοίκηση και έλεγχος μιας εταιρείας, με στόχο την αύξηση της αξίας της και τη προστασία των έννομων συμφερόντων όλων των μετόχων της, κυρίως όμως των μετόχων μειοψηφίας, έναντι των μεγαλομετόχων».¹

Οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο επιτυγχάνονται οι εταιρικοί στόχοι, καθιερώνουν συστήματα παρακολούθησης και αποτίμησης των εταιρικών κινδύνων, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο εξασφαλίζεται η διαφάνεια των πεπραγμένων της διοίκησης έναντι των μετόχων. Οι βασικοί κανόνες είναι:

1. Ορισμένος αριθμός των μελών του ΔΣ πρέπει να είναι "ανεξάρτητα", που σημαίνει ότι δεν πρέπει να έχουν επαγγελματική σχέση με την εταιρεία, ή συγγενική σχέση με κάποιον από τους μεγαλομετόχους.
2. Στην εταιρεία λειτουργεί τμήμα "Εσωτερικού Ελέγχου" το οποίο πρέπει να αποτελείται από όσο το δυνατόν περισσότερα ανεξάρτητα μέλη και έχει σαν σκοπό του τον έλεγχο των πεπραγμένων του ΔΣ και των μεγαλομετόχων, που πρέπει να γίνονται με γνώμονα το συμφέρον της εταιρείας και όχι το προσωπικό τους συμφέρον.
3. Διαφορετικά πρόσωπα για τις θέσεις του Προέδρου και του διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρείας.
4. Λειτουργία εταιρικής ιστοσελίδας, η οποία έχει κύριο σκοπό να ενημερώνει τους μετόχους για τα δρώμενα της επιχείρησης.
5. Λειτουργία "επιτροπής ελέγχου" στην εταιρεία, η οποία "ελέγχει τους ελεγκτές".
6. Λειτουργία επιτροπής αξιολόγησης και αμοιβών διευθυντικών στελεχών.

Όπως είναι ευρύτερα γνωστό υπάρχουν τρία βασικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς. Το πρώτο είναι το σύστημα το οποίο ιστορικά επικράτησε στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και το οποίο χαρακτηρίζεται από την διασπαρμένη ιδιοκτησία των δημόσια εισηγμένων εταιρειών. Σχεδόν όλες οι μεγάλες εταιρείες διοικούνται από πρόσωπα που δεν είναι ιδιοκτήτες υπό την έννοια του ότι δεν κατέχουν την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου των εταιρειών που διευθύνουν.

Ο ακρογωνιαίος λίθος αυτού του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένα σαφές νομικό σύστημα το οποίο διασφαλίζει την αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων ελέγχου των μετόχων. Η προστασία αυτή παρέχεται κυρίως για τους μετόχους τη μειοψηφίας, οι οποίοι μπορούν εύκολα να αμφισβητήσουν τις ενέργειες των διοικούντων. Από την άλλη πλευρά οι πολιτικές πιέσεις και όχι η οικονομική

¹ Wikipedia.org

αποτελεσματικότητα έχει υποστηριχθεί ότι ήταν η κινητήριος δύναμη στη διαμόρφωση του αμερικανικού νομικού συστήματος καθώς το πολιτικό σύστημα στις ΗΠΑ συστηματικά αποθάρρυνε τους μεγάλους επενδυτές από το να μετεξελιχθούν σε σημαντικό στοιχείο του αμερικανικού εταιρικού συστήματος. Οι μεγάλοι επενδυτές όπως οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα αμοιβαία κεφάλαια αντιμετώπισαν σημαντικά προβλήματα στην προσπάθειά τους να κερδίσουν κυρίαρχο ρόλο στις μεγάλες επιχειρήσεις. Κατά τη διάρκεια του '80 η δραστηριότητα επιθετικών εξαγορών αντιμετώπισε σημαντική πολιτική πίεση, την οποία πολλοί συγγραφείς θεώρησαν ως μια συνέχεια των προηγούμενων ενεργειών περιορισμού των μεγάλων μετόχων. Αυτή η πολιτική προωθήθηκε παράλληλα με την πολιτική ανταγωνισμού που επικράτησε στις ΗΠΑ, η οποία ελέγχει άμεσα τη συγκέντρωση μονοπωλιακής δύναμης σε διάφορους τομείς της οικονομίας. Είναι πιθανόν ότι οι ίδιοι πολιτικοί λόγοι και όχι η οικονομική αποτελεσματικότητα μπορούν να ερμηνεύσουν τη διαμόρφωση και των δύο συστημάτων (της εταιρικής διακυβέρνησης και της πολιτικής ανταγωνισμού). Υπό αυτή την προοπτική η αντιμετώπιση του εταιρικού συστήματος των ΗΠΑ διάμεσου του προβλήματος του διαχωρισμού του ελέγχου-από την ιδιοκτησία έχει άμεσο πολιτικό ενδιαφέρον αλλά και συνέπειες. Ωστόσο η θέση αυτή έρχεται σε ευθεία αντίθεση με την ερμηνεία του Chandler (1977) σχετικά με την εξέλιξη της σύγχρονης επιχείρησης. Σύμφωνα με τον ίδιο η εμφάνιση της σύγχρονης επιχείρησης (με το διαχωρισμό ιδιοκτησίας διοίκησης) ελάχιστα επηρεάστηκε από την κρατική πολιτική καθώς η διαμόρφωση της είναι το αποτέλεσμα των προσαρμογών στις αλλαγές που συνέβησαν στην παραγωγή και τη διανομή από τα μέσα του 19ου αιώνα και οι οποίες ολοκληρώθηκαν τις πρώτες δεκαετίες του επόμενου².

Η περίπτωση της Ελλάδας όπου το νομικό σύστημα είναι περίπλοκο, εξαιρετικά αργό με αβέβαιο και υψηλό κόστος είναι πολύ χαρακτηριστικό του τι μπορεί να αναμένει ως προστασία ο μέτοχος της μειοψηφίας. Η κατάσταση δεν είναι ωστόσο διαφορετική σε άλλες οικονομίες ακόμα μάλιστα και σε περισσότερο εύπορες. Αρκετοί ερευνητές έχουν επισημάνει τα σοβαρά προβλήματα εύρεσης χρηματοοικονομικών πόρων σε αυτές τις καταστάσεις όπως για παράδειγμα ο Mayer (1990). Ένα παράδειγμα που έχει αρκετά εξεταστεί είναι αυτό της Ιταλίας. Ένα βασικό χαρακτηριστικό του εταιρικού της συστήματος είναι η στενή διασύνδεση του πολιτικού της συστήματος με ορισμένες από τις ευπορότερες οικογένειες της χώρας κάτι που βέβαια παρατηρείται και σε άλλες χώρες. Για τους λόγους αυτούς μολονότι το κράτος στην Ιταλία προσπάθησε συστηματικά να δημιουργήσει μεγάλες επιχειρήσεις όπως έκανε η Γερμανία και η Ιαπωνία, δεν επέτυχε στο τέλος καθώς το εταιρικό σύστημα δεν εξυπηρέτησε το δημόσιο συμφέρον αλλά τα συμφέροντα των μεγάλων οικογενειών. Το αποτέλεσμα ήταν ότι η εσωτερική αυτοχρηματοδότηση και η κρατική χρηματοδότηση είτε άμεσα με τη μορφή επιδοτήσεων είτε έμμεσα μέσω του κρατικά ελεγχόμενου τραπεζικού συστήματος να αποτελούν την κύρια μορφή χρηματοδοτικών πόρων. Σποραδικά η άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο σε περιόδους ραγδαίας ανόδου των τιμών υποκατέστησε τις άλλες μορφές χρηματοδότησης. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια των ετησίων συνελεύσεων των μετόχων οι μέτοχοι μειοψηφίας παραμένουν απλοί θεατές καθώς τα δικαιώματά τους δεν είναι εύκολο να ασκηθούν.

² Δρυμπέτας Β., Λαζαρίδης Γ., (2011), Εταιρική διακυβέρνηση, εκδόσεις Σοφία Α.Ε

Μια εναλλακτική διάκριση των εταιρικών συστημάτων διακυβέρνησης στηρίζεται στις ακόλουθες τρεις εταιρικές μορφές³:

1. Την διασπαρμένη ή αποκεντρωμένη ιδιοκτησία ή το ανοικτό υπόδειγμα επιχείρησης
2. Το συγκεντρωμένο ή κλειστό υπόδειγμα επιχείρησης.
3. Το υπόδειγμα των βιομηχανικών ή επιχειρηματικών ομίλων.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του υποδείγματος που στηρίζεται στην κεφαλαιαγορά είναι ο πολύ μεγάλος αριθμός των μετόχων από τον οποίο πολλοί λίγοι κατέχουν ένα ποσοστό που υπερβαίνει το 5%. Αυτές οι επιχειρήσεις είναι ανεξάρτητες με την έννοια ότι δεν ανήκουν σε μια μεγαλύτερη επιχειρηματική οντότητα και επίσης διοικούνται από επαγγελματίες μάντζερ οι οποίοι δεν είναι οι ιδρυτές τους. Το όνομα αυτής της μορφής οργάνωσης προκύπτει από το γεγονός ότι σχεδόν όλες αυτές οι επιχειρήσεις είναι εισηγμένες σε ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, τον Καναδά και την Αυστραλία. Αυτές οι ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές είναι η πρωταρχική πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης, ενώ η τραπεζική χρηματοδότηση έχει δευτερεύοντα ρόλο καθώς το νομικό σύστημα δεν υποστηρίζει την παροχή αυξημένων δικαιωμάτων ελέγχου για τους πιστωτές.

Η χρηματοοικονομική λειτουργία αυτών των επιχειρήσεων στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στις αυξημένες ευκαιρίες που παρέχουν οι κεφαλαιαγορές σε αυτές τις χώρες. Η έκδοση νέων μετοχών η εταιρικών ομολόγων στηρίζεται σε αυστηρές και καλά ελεγχόμενες διαδικασίες, οι οποίες συνοδεύονται από αυξημένες υποχρεώσεις για τις εισηγμένες επιχειρήσεις σε ότι αφορά την οικονομική διαφάνεια⁴.

Το κλειδί σε αυτές τις αγορές είναι η συνεχής προσέλκυση κεφαλαίων από ένα μεγάλο αριθμό μικρών επενδυτών. Για τους λόγους αυτούς το σύστημα αποσκοπεί στην υποστήριξη των μικρών μετόχων με κανονισμούς και κανόνες που διασφαλίζουν αυξημένη διαφάνεια και αποκάλυψη πληροφοριών οικονομικής φύσεως.

Οι επαγγελματίες μάντζερ ασκούν τη διοίκηση των εισηγμένων στις κεφαλαιαγορές επιχειρήσεων με αυξημένο έλεγχο στις επιχειρηματικές αποφάσεις λαμβάνοντας επιπροσθέτως ως ανταπόδοση μετοχές πέρα από την καθαρή οικονομική τους αμοιβή. Η διακριτική ευχέρεια των διοικούντων, δηλαδή η δυνατότητα των άμεσα εμπλεκόμενων με την επιχείρηση διοικούντων να στρέψουν την εταιρική αξία στην εξυπηρέτηση των ατομικών τους αναγκών δημιουργεί την αναγκαιότητα για αυξημένα έλεγχο των επιχειρήσεων. Ο εταιρικός έλεγχος είναι αρκετά ενεργός σε αυτές τις αγορές όπως προκύπτει από τα αυξημένα μεγέθη επιθετικών εξαγορών και χρηματοδοτούμενων αγορών⁵.

Ωστόσο, η πλέον κοινή μορφή ιδιοκτησίας είναι αυτή της συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας ή η κλειστή εταιρική μορφή. Το βασικό χαρακτηριστικό αυτής της μορφής οργάνωσης είναι η περιορισμένη στήριξη στις αγορές κεφαλαίου για την ικανοποίηση των χρηματοοικονομικών αναγκών καθώς αυτές οι επιχειρήσεις είτε είναι μη εισηγμένες είτε έχουν πολύ μικρή διασπορά των μετόχων τους. Η ιδιοκτησία τους τυπικά στηρίζεται στην οικογενειακή ιδιοκτησία και σε πολλές περιπτώσεις ο ανώτερος διευθυντής ή διευθύνουν σύμβουλος είναι ο ιδρυτής ή συγγενής του ιδρυτή. Οι επιχειρήσεις αυτές κυριαρχούν αριθμητικά στην Ευρώπη και μολονότι είναι

³ Μούζουλας Σ., (2003), Εταιρική διακυβέρνηση, εκδόσεις Σάκκουλα

⁴ Μέκος Κ., (2003), Η εταιρική διακυβέρνηση, εκδόσεις Σταμούλη

⁵ Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Α., Σπανός Α., (2003), Εταιρική διακυβέρνηση, εκδόσεις Παπαζήση

συγκριτικά μεγάλες σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις είναι εξαιρετικά μικρές σε σχέση με άλλες παρόμοιες μεγάλες Ιαπωνικές ή Αμερικανικές⁶. Σε αυτές τις επιχειρήσεις οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες παίζουν έναν πολύ σημαντικό ρόλο καθώς συνιστούν όχι μόνο την πρωταρχική πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης αλλά έχουν αυξημένα δικαιώματα έλεγχου καθώς συμμετέχουν στα διοικητικά συμβούλια επηρεάζοντας τις επιχειρηματικές αποφάσεις. Οι στενές σχέσεις των μεγάλων τραπεζών με αυτές τις επιχειρήσεις μειώνουν τον ρόλο των κεφαλαιαγορών που μπορεί να ασκηθεί είτε διαμέσου της έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου είτε διαμέσου της έκδοσης ομολογιακών δανείων. Μολονότι οι κεφαλαιαγορές στην Ευρώπη αναπτύσσονται δεν διαθέτουν την ευρεία ποικιλία χρηματοοικονομικών δυνατοτήτων που παρέχονται στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ ή του Ηνωμένου Βασιλείου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΕ ΕΓΧΩΡΙΟ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ

1.1 Οι παράγοντες που καθορίζουν τις τιμές των ακινήτων

Οι παράγοντες που επηρεάζουν διαχρονικά την πορεία των τιμών των ακινήτων μπορούν να χωριστούν σε δύο βασικές κατηγορίες: σε εκείνους που έχουν μακροπρόθεσμες επιπτώσεις και σε εκείνους που έχουν βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τον μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης μιας χώρας, το ρυθμό μεταβολής του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τα δημογραφικά δεδομένα, το φορολογικό σύστημα, καθώς και το επίπεδο των μακροχρόνιων επιτοκίων και του πληθωρισμού και γενικά τις τάσεις που διαμορφώνονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου καθώς και στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Επίσης, η διαθεσιμότητα και το κόστος της οικοδομήσιμης γης, καθώς και οι επενδύσεις σε έργα υποδομής παίζουν σημαντικό ρόλο⁷.

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει παράγοντες που επιδρούν πιο άμεσα στην αγορά ακινήτων, όπως είναι οι συνθήκες λειτουργίας της αγοράς στεγαστικής πίστης και το συνεπαγόμενο κόστος δανεισμού, καθώς και το φορολογικό καθεστώς στην αγορά ακινήτων (φόροι μεταβίβασης, κληρονομιάς και εισοδημάτων από κατοικίες). Επιπλέον, ο ρυθμός μεταβολής των τιμών ακινήτων στο παρελθόν, καθώς και οι προσδοκίες για την πορεία των τιμών μελλοντικά συντελούν στη διαμόρφωση των τιμών σε συγκεκριμένα επίπεδα.

Σε αυτό το σημείο, βέβαια είναι σημαντικό ν' αναφέρουμε έναν βασικό περιορισμό στην εκτίμηση του δείκτη τιμών ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα η κατασκευή ενός ενιαίου δείκτη για μια περιφέρεια ή μια χώρα είναι δύσκολη υπόθεση διότι η αγοραπωλησία ακινήτων δε λαμβάνει χώρα σε μία κεντρική αγορά όπως συμβαίνει για παράδειγμα με τις μετοχές στο Χρηματιστήριο.

⁶ Μούζουλας Σ., (2003), Εταιρική διακυβέρνηση, εκδόσεις Σάκκουλα

⁷ Κιόχος Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των Ακινήτων και Μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας αυτών. Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις οι αυξήσεις στους δείκτες μπορούν να αποδοθούν ως ένα βαθμό στη βελτίωση της ποιότητας των κατοικιών. Έτσι, ακόμα και αν η προσφορά των κατοικιών είναι σταθερή, οι τιμές τους είναι δυνατό ν' αυξηθούν αν κι εφόσον βελτιωθεί η ποιότητά τους.

Σε ότι έχει να κάνει με την οικονομική δραστηριότητα της χώρας, ως γνωστόν, η σχέση που υφίσταται μεταξύ αυτής και τιμών των ακινήτων είναι θετική και αμφίδρομη. Η πορεία στις τιμές των ακινήτων επιδρά άμεσα στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας, αλλά και αντιστρόφως, η πορεία και εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας έχει σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές των ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των ακινήτων επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα κυρίως μέσω της επίδρασης τους στον πλούτο των νοικοκυριών. Τούτο είναι εύλογο, καθότι η αύξηση στις τιμές των ακινήτων συνεπάγεται αύξηση του πλούτου των ιδιοκτητών ακινήτων, κάτι που οδηγεί σε μεγαλύτερη κατανάλωση των νοικοκυριών και τελικά αύξηση του ΑΕΠ της χώρας, άρα βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας της. Εκτός όμως από τη συμβολή των νοικοκυριών στην οικονομική δραστηριότητα μέσω της αύξησης της κατανάλωσης στη βελτίωση αυτής συμβάλουν σε σημαντικό βαθμό και οι επιχειρήσεις σε περίπτωση ανόδου της αξίας των ακινήτων τους και κατά συνέπεια των περιουσιακών τους στοιχείων. Αυτό είναι λογικό, εφόσον, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα ακίνητά τους ως ενέχυρο για τη λήψη δανείων και κατά συνέπεια η αύξηση της αξίας των ακινήτων τους τις βοηθάει στη λήψη μεγαλύτερων δανείων για την χρηματοδότηση και εκπλήρωση των επενδυτικών τους σχεδίων. Τα τελευταία χρόνια στο εξωτερικό οι τράπεζες δανείζουν τα νοικοκυριά με βάση την υπεραξία της κατοικίας τους. Ο δανεισμός αυτός επιτείνει τη θετική σχέση που υφίσταται μεταξύ τιμών ακινήτων και οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον παρέχει στα νοικοκυριά τη δυνατότητα για επιπλέον κατανάλωση όταν οι τιμές των σπιτιών τους ανεβαίνουν. Η νέα αυτή μορφή δανεισμού έχει οδηγήσει σε θεαματική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης στις Η.Π.Α., σε σημείο που τα νοικοκυριά καταναλίσκουν σχεδόν ολόκληρο το καθαρό μηνιαίο εισόδημά τους, χωρίς να αποταμιεύουν, δημιουργώντας μεγάλα ερωτηματικά για το τι μπορεί να συμβεί στην αμερικανική οικονομία αν σταθεροποιηθούν οι τιμές των ακινήτων ή και πέσουν⁸.

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

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

⁸ Ζεντέλης Π. (2001). Real Estate : Αξία – Εκτιμήσεις – Επενδύσεις – διαχείριση., Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

επιχειρήσεων των επιχειρήσεων, οι οποίες στην προσπάθειά τους για επέκταση ανεβάζουν τις τιμές στα επαγγελματικά ακίνητα⁹.

1.2 Η ελληνική αγορά ακινήτων

Στην Ελλάδα, οι αδυναμίες της οικονομίας της αντανακλώνται στα σημαντικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στις δημοσιονομικές ανισορροπίες, δηλαδή υψηλά δημόσια ελλείμματα και χρέος. Οι κυριότερες αδυναμίες είναι η χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και η οργανωτική ανεπάρκεια του ελληνικού κράτους. Η αγορά ακινήτων δεν προκάλεσε την κρίση. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σήμερα ένα φαινομενικό αδιέξοδο, που οφείλεται στις χρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και στην ανεπάρκεια της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής επί δεκαετίες¹⁰.

Τα «δίδυμα» ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας είναι από τα μεγαλύτερα στην Ευρωζώνη. Αντίστοιχα υψηλά είναι και το δημόσιο και το εξωτερικό χρέος, καθώς αποτελούν διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων. Βεβαίως, αυτές δεν είναι οι μόνες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Για παράδειγμα, η ανεργία στην Ελλάδα παρέμενε σε υψηλά επίπεδα, ιδίως ανάμεσα στους νέους και τις γυναίκες, πολύ πριν από την κρίση και παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η υψηλή ανεργία και η χαμηλή απασχόληση συμβαδίζουν και με μεγάλη ανισότητα ως προς την κατανομή του πλούτου. Η ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο δημόσιο τομέα γίνεται εμφανής και από το ότι οι κοινωνικές παροχές επιδρούν ελάχιστα στα ποσοστά κινδύνου φτώχειας.

Είναι σημαντικό όμως να γίνει κατανοητό ότι η οικονομική κρίση στην Ελλάδα βρίσκει τα αίτια της σε πολύ μεγάλο βαθμό και στο εσωτερικό της χώρας και όχι μόνο με τις πρωτογενείς αιτίες της κρίσης που εμφανίστηκαν στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη. Ειδικότερα η αιτία πηγάζει από το μεγάλο δημόσιο χρέος της χώρας το οποίο αυξάνεται με γρήγορους ρυθμούς, αλλά και από τον ανοργάνωτο με τεράστιες διαστάσεις δημόσιο τομέα της. Συγκεκριμένα η χώρα δανείζεται συνεχώς από το εξωτερικό για την κάλυψη των αναγκών του κοστοβόρου δημοσίου τομέα της, αλλά και με στόχο να πετύχει ανάπτυξη μέσω του εκσυγχρονισμού, κάτι που τελικά δεν κατάφερε να πετύχει αφού τα χρήματα δεν χρησιμοποιήθηκαν με αποτελεσματικότητα.

Ο συνεχής δανεισμός λοιπόν σε συνδυασμό με τη συνεχή αύξηση του ελλείμματος οδηγούν στη μείωση της φερεγγυότητας του κράτους, αφού οι δανειστές προτιμούν να δανείσουν σε χώρες με σταθερότερες από την ελληνική οικονομίες. Κάτι τέτοιο είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του επιτοκίου δανεισμού για την Ελλάδα, αφού οι δανειστές για να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο προσπαθούν να εξασφαλίσουν την αμοιβή τους. Τα παραπάνω αποτελούν και τα κύρια αίτια εξάπλωσης της οικονομικής κρίσης και στην Ελλάδα. Ο ρόλος που έπαιξαν τα στεγαστικά δάνεια στην εξέλιξη της κρίσης στην αγορά κατοικίας ήταν μέγιστης σημασίας, ενδιαφέρον λοιπόν

⁹ Ζεντέλης Π. (2001). Real Estate : Αξία – Εκτιμήσεις – Επενδύσεις – διαχείριση., Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

¹⁰ Σαμπανιώτης Θ. & Χαρδουβέλης Γ., (2012). Η Ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης. Οικονομία και Αγορές: Eurobank Research

παρουσιάζει η εξέταση της αγοράς των στεγαστικών δανείων τόσο μέσω των ετήσιων χρηματοροών όσο και μέσω των ρυθμών μεταβολής¹¹.

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα συνοψίζονται ως εξής:

- Έως και το 2007 η Ελληνική οικονομία αναπτύσσεται συνεχώς αποτέλεσμα που συμβάλλει στην αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών και στη σύγκλιση του βιοτικού τους επιπέδου. Κάτι τέτοιο συνεπάγεται και αύξηση της ζήτησης για ακίνητα αφού σύμφωνα με μελέτες, η αύξηση κατά 1% του διαθέσιμου εισοδήματος οδηγεί στην αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών. Γίνεται κατανοητό πως μετά την εξάπλωση της οικονομικής κρίσης που οδήγησε στην μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος, είναι απολύτως λογικό να παρατηρούνται μειώσεις στις τιμές των κατοικιών και συνεπώς αρνητικές για την κτηματομεσιτική αγορά επιπτώσεις.
- Η απελευθέρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος και ο έντονος ανταγωνισμός οδήγησαν σε εντυπωσιακή μείωση των επιτοκίων. Τα χαμηλά επιτόκια σε συνδυασμό με την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος δημιούργησαν υψηλή ζήτηση για στεγαστικά δάνεια. Ως αποτέλεσμα όμως της ύφεσης λόγω της οικονομικής κρίσης η ζήτηση αυτή μειώθηκε ραγδαία και αυτό δημιούργησε εντυπωσιακά μεγάλη αβεβαιότητα στον κλάδο των ακινήτων.
- Σημειώνεται όμως ότι ο υψηλός βαθμός ιδιωτικοποίησης στην Ελλάδα αποτέλεσε σε ένα βαθμό θετικό παράγοντα για την εξέλιξη του κλάδου των ακινήτων στην χώρα. Ειδικότερα θεωρείται πως ο κερδοσκοπικός παράγοντας στην αγορά ακινήτων εμφανίζεται μικρός σε σχέση με άλλες αγορές. Έτσι σε άλλες χώρες όπως για παράδειγμα στις ΗΠΑ κατά την περίοδο με πολύ αυξημένες τιμές ακινήτων παρατηρήθηκε ότι αρκετοί επενδυτές αγόραζαν ακίνητα με σκοπό να εκμεταλλευτούν την αναμενόμενη άνοδο των τιμών. Στις αγορές αυτές λοιπόν οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν ακόμα μεγαλύτερες, καθώς σημειώθηκαν μεγαλύτερα ποσοστά πτώχευσης σε σύγκριση για παράδειγμα με την Ελληνική αγορά¹².
- Βασικό στοιχείο της Ελληνικής αγοράς ακινήτων είναι το ιδιαίτερα υψηλό κόστος συναλλαγών που επιβαρύνει σχεδόν εξ ολοκλήρου τον αγοραστή. Μετά τις τελευταίες μεταρρυθμίσεις και κυρίως τις φορολογικές το κόστος αυτό αυξάνεται ακόμα περισσότερο γεγονός που τελικά ασκεί σημαντική αρνητική επίδραση στην αγορά ακινήτων
- Τέλος η οικονομική κρίση περιόρισε ακόμα περισσότερο την ανταγωνιστικότητα της Ελλάδας, κάτι που έμμεσα συμβάλλει στην μείωση του κύκλου εργασιών και στον κλάδο των ακινήτων.

¹¹ Σαμπανιώτης Θ. & Χαρδουβέλης Γ., (2012). Η Ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης. Οικονομία και Αγορές: Eurobank Research

¹² Σαμπανιώτης Θ. & Χαρδουβέλης Γ., (2012). Η Ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης. Οικονομία και Αγορές: Eurobank Research

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ REITs

2.1 Έννοια και ορισμός των μορφών επένδυσης

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

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

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ακινήτων είναι ομάδες περιουσίας, που σχηματίζονται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα¹³.

Στην Ελλάδα, η δυναμική πορεία της αγοράς των ακινήτων έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον ιδιωτών, ταμείων, ασφαλιστικών φορέων που θέλουν να τοποθετήσουν τις αποταμιεύσεις τους σε επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις και χαμηλό οικονομικό κίνδυνο, στοιχεία που ικανοποιούν οι επενδύσεις σε REITs και private equity real estate funds.

2.2 Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs)

¹³ The proposed REIT regime', Deloitte REIT seminar programme, Wednesday 18 January 2006'.

Οι ΕΕΑΠ είναι ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν ένα χαρτοφυλάκιο με ιδιόκτητα ακίνητα. Οι εταιρείες αυτές ιδρύονται με σκοπό την αγορά, ανάπτυξη, πώληση και γενικότερα τη διαχείριση ακινήτων. Οι εν λόγω εταιρείες εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας στην οποία εδρεύουν κι έτσι παρέχουν τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους στις εταιρείες αυτές αγοράζοντας μετοχές τους. Έτσι τους δίνεται η δυνατότητα να συμμετέχουν σε ένα χαρτοφυλάκιο ακινήτων, στο οποίο γίνεται επαγγελματική διαχείριση. Παράλληλα, οι επενδυτές, οι οποίοι διαθέτουν μικρά κεφάλαια, τα οποία είναι ανεπαρκή για την απευθείας επένδυση στην αγορά ακίνητης περιουσίας μπορούν μέσω των ΕΕΑΠ να συμμετέχουν κατά ένα μέρος-ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρεία που πηγάζει από τον αριθμό των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους-όχι μόνο σ' ένα, αλλά σε περισσότερα ακίνητα, τα οποία μάλιστα έχουν εξασφαλισμένα μισθώματα¹⁴.

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

2.3 Βασικά χαρακτηριστικά των Reits

Για να κατηγοριοποιηθεί μία εταιρεία ως REIT σύμφωνα με τη νομοθεσία των Η.Π.Α. διέπει τις επενδύσεις ακίνητης περιουσίας, θα πρέπει να ισχύουν τα ακόλουθα¹⁵:

- Να είναι μία νομική οντότητα που θα φορολογείται ως ανώνυμη εταιρεία.
- Να διαχειρίζεται από ένα διοικητικό συμβούλιο.
- Να έχει μετοχές πλήρως μεταβιβάσιμες.
- Να αποτελείται από τουλάχιστον 100 μετόχους.
- Δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από το 50% των μετοχών της πέντε ή λιγότερα άτομα κατά τη διάρκεια του τελευταίου εξαμήνου του οικονομικού έτους.

- Να επενδύει τουλάχιστον το 75% του συνολικού ενεργητικού σε περιουσιακά στοιχεία ακινήτων.

- Να παράγει τουλάχιστον 75% του ακαθάριστου εισοδήματος της από τα ενοίκια των ακινήτων ή από τόκους υποθηκών επί ακίνητης περιουσίας.

- Μέχρι 20% του ενεργητικού της να αποτελείται από μετοχές φορολογούμενων θυγατρικών κάποιας REIT.

- Να καταβάλλει ως μέρισμα τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματος της στους μετόχους.

¹⁴ 'Introduction of the Real Estate Investment Trust (REIT) in Germany', January 2006

¹⁵ 'The proposed REIT regime', Deloitte REIT seminar programme, Wednesday 18 January 2006'.

Η πλειοψηφία των μετοχών των REITs μπορούν να αγοραστούν στα μεγάλα χρηματιστήρια και οι εντολές αγοράς πραγματοποιούνται μέσω των χρηματομεσιτών (brokers). Μέτοχοι των REITs είναι τόσο μικροεπενδυτές, όσο και μεγάλα θεσμικά χαρτοφυλάκια, στα οποία συμπεριλαμβάνονται συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, μονοπωλιακά καταστήματα τραπεζών και αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτικοί στόχοι στην περίπτωση των REITs δεν διαφέρουν σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές. Δηλαδή, υπάρχει η προσδοκία πρώτον για μερισματική απόδοση και δεύτερον για μακροχρόνια καταγραφή κεφαλαιακών κερδών. Για την πληροφόρηση του επενδυτή, τα REITs εκδίδουν μια ετήσια έκθεση, καθώς και ενημερωτικά φυλλάδια¹⁶.

2.4 Η νομοθεσία για τα Reits στην Ελλάδα

Λόγω της ιδιαίτερης σχέσης που έχει ο Έλληνας με την ακίνητη περιουσία και η άποψη ότι τα REITS είναι ένα σημαντικό εργαλείο που ταιριάζει σε σημαντικό βαθμό στο ελληνικό επενδυτικό προφίλ ψηφίστηκε το 1999 το νομοσχέδιο από τη Βουλή, το οποίο έδωσε το πράσινο φως στη δημιουργία των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία¹⁷.

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

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

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

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

‘Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται μόνο:

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

¹⁶ 'Introduction of the Real Estate Investment Trust (REIT) in Germany', January 2006

¹⁷ Κιόχος Π., (2010), Εισαγωγή και εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική

Η εταιρεία δεν πρέπει να επενδύει σε πολύτιμα μέταλλα ή πολύτιμους λίθους'. Παράλληλα, το είδος της ακίνητης περιουσίας, που μπορούν να επενδύσουν οι ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας φαίνεται στη 2^η παράγραφο του άρθρου 22 του εν λόγω νόμου, σύμφωνα με την οποία 'Ως ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύει η εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, νοούνται τα ακίνητα που ευρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος-μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος, αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία υπέρ της εταιρείας και:

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

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

γ) Ευρίσκονται σε άλλα από αυτά που αναφέρονται στην περίπτωση α' κράτη και είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν άμεσα για κάποιον από τους σκοπούς που αναγράφονται στην περίπτωση α, εφόσον στο σύνολό τους δεν υπερβαίνουν το δέκα τοις εκατό (10%) του συνόλου των επενδύσεων της εταιρείας'¹⁸.

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

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

Σε ό,τι έχει να κάνει με την εισαγωγή των μετοχών της ΕΕΑΠ σε οργανωμένη αγορά, βάσει της 1ης παραγράφου του άρθρου 23 'Η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε άλλη οργανωμένη αγορά εντός ενός (1) έτους από τη σύστασή της'. Μάλιστα σύμφωνα με τη 2η παράγραφο του ίδιου άρθρου «Εάν η εταιρεία εντός ενός (1) έτους από τη σύστασή της δεν έχει υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο

¹⁸ Κιόχος Π., (2010), Εισαγωγή και εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί υποχρεωτικά την άδεια λειτουργίας της και η εταιρεία τίθεται υπό εκκαθάριση».

Δεδομένου ότι οι επενδύσεις των εν λόγω εταιρειών είναι μεγάλης αξίας, για τη μεγαλύτερη διασφάλιση του επενδυτικού κοινού ο νόμος με το άρθρο 24 ορίζει την υποχρέωση ύπαρξης Θεματοφύλακα για κάθε εταιρεία. Πιο συγκεκριμένα όλες οι επενδύσεις της εταιρείας εξαιρουμένων αυτών που αποτελούν την ακίνητη περιουσία της πρέπει να κατατίθενται για φύλαξη σε ένα πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο θα βρίσκεται και θα λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, το οποίο θα ευθύνεται απέναντι στην εταιρεία και τους μετόχους της για οποιοδήποτε πταίσμα ή ατασθαλία¹⁹.

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

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

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

Ιδιαίτερα σημαντικές είναι και οι φορολογικές ελαφρύνσεις που δίνονται στις εν λόγω εταιρείες και φαίνονται στο άρθρο 31 του εν λόγω νόμου. Πιο συγκεκριμένα ‘ οι εκδιδόμενες από εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία μετοχές, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων από αυτήν, απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικό τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς την εταιρεία επενδύσεων απαλλάσσονται κατά ποσοστό 20% από του εκάστοτε ισχύοντος φόρου μεταβίβασης ακινήτων’. Μάλιστα, σύμφωνα με την 4η παράγραφο του ίδιου άρθρου ‘οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαλλάσσονται από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων σε περίπτωση που σχηματισθούν μετά από²⁰:

¹⁹ Κιόχος Π., (2010), Εισαγωγή και εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική

²⁰ Κιόχος Π., (2010), Εισαγωγή και εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική

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

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

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

Τέλος, άλλο φορολογικό πλεονέκτημα είναι το γεγονός ότι η μεταβίβαση μετοχών των εν λόγω εταιρειών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαλλάσσεται από τη φορολογία²¹.

2.5 Τα είδη των Reits

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

2.5.1 Μετοχικά REITs - Equity REITs

Τα μετοχικά REITs έχουν στην ιδιοκτησία τους και χειρίζονται εισόδημα που παράγεται από τα ακίνητα. Οι πρόσοδοί τους προέρχονται πρωταρχικά από τα ενοίκια των ιδιοκτησιών που κατέχουν. Τα μετοχικά REITs εξελίσσονται όλο και περισσότερο σε εταιρείες ακινήτων που υιοθετούν ένα μεγάλο εύρος δραστηριοτήτων, όπως είναι το leasing, η ανάπτυξη της ιδιοκτησίας και οι υπηρεσίες που αφορούν την ενοικίαση²².

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

2.5.2 Ενυπόθηκα REITs - Mortgage REITs

Τα ενυπόθηκα REITs ασχολούνται με την επένδυση και την κατοχή ενυπόθηκων ιδιοκτησιών. Συγκεκριμένα, δανείζουν χρήματα απευθείας στους ιδιοκτήτες ακινήτων

²¹ Κιόχος Π., (2010), Εισαγωγή και εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική

²² Chandrashekar V., (1999), Time – series properties and diversification benefits of REIT returns, Journal of real estate research

και στους επιχειρηματίες ή αυξάνουν το όριο της πίστωσης έμμεσα μέσω της απόκτησης δανείων ή ενυπόθηκων χρεογράφων. Τα σύγχρονα ενυπόθηκα REITs γενικά παρατείνουν την πίστωση μόνο σε υπάρχουσες ιδιοκτησίες. Οι πρόσοδοί τους παράγονται πρωτίστως από τον τόκο που κερδίζουν στα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον επιτοκιακό κίνδυνο με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες²³.

2.5.3 Παράγωγα REITs - Hybrid REITs

Τα παράγωγα REITs συνδυάζουν τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο άλλων κατηγοριών με το να κατέχουν ιδιοκτησίες και να παρέχουν δάνεια σε ιδιοκτήτες ακινήτων και σε επιχειρηματίες.

2.6 Τα πλεονεκτήματα και τα οφέλη των Reits στις αγορές

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

Τα REITs διανέμουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους ως μερίσματα στους μετόχους τους. Πιο συγκεκριμένα στις ΗΠΑ διανέμουν το 90-95% των κερδών τους, προκειμένου να έχουν μεγάλες φορολογικές ελαφρύνσεις. Το γεγονός αυτό καθιστά τα REITs ιδιαίτερα ελκυστικά καθότι εκτός από την υπεραξία της μετοχής που μπορεί να κερδίσει ένας επενδυτής σε περίπτωση ανοδικής της πορείας, η μερισματική απόδοση που επιτυγχάνεται κυμαίνεται στο 7-10%. Η πολιτική αυτή των ισχυρών μερισμάτων λειτουργεί σαν ένα 'μαξιλάρι' για τον επενδυτή σε περίπτωση που η αγορά κινείται πτωτικά.

²³ Ibbotson R., Siegel L., (1984), Real estate returns: A comparison with other investments, The journal of the American real estate and urban economics association

Είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές για τους θεσμικούς επενδυτές, ενώ παράλληλα προσελκύουν και το ενδιαφέρον μικροεπενδυτών, οι οποίοι επιζητούν να επενδύσουν σε εμπορική στέγη ή άλλη μορφή ακίνητης ιδιοκτησίας και δεν έχουν τη δυνατότητα.

Αγοράζοντας, όμως, μετοχές των REITs ουσιαστικά συμμετέχουν στην κατοχή όχι μόνο ενός αλλά και περισσότερων ακινήτων πιθανώς διαφορετικού χαρακτήρα ή εμπορικού σκοπού²⁴.

Η ανάπτυξη των REITs είχε σαν απότοκο τον περιορισμό της διακύμανσης στην καθ' εαυτού αγορά ακινήτων, ενώ βοήθησε ιδιαίτερα τον κατασκευαστικό κλάδο δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες για επιχειρήσεις και ασφαλιστικούς φορείς. Παράλληλα, αύξησε έτσι και τα φορολογικά έσοδα των δημοσιονομικών αρχών.

Κύριο χαρακτηριστικό των REITs είναι και η μεγάλη διασπορά του κινδύνου. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι τα ακίνητα είναι όλων των ειδών, όπως κατοικίες, επαγγελματική στέγη, εμπορικά κέντρα, πολυκαταστήματα πώλησης λιανικών προϊόντων, ξενοδοχεία, νοσοκομεία, αλλά και σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές. Σημειώνεται, δε, ότι μόνο το 25% της συνολικής αξίας του χαρτοφυλακίου μπορεί να επενδυθεί σε ένα μόνο ακίνητο.

Η παρουσία των REITs, η οποία είναι περισσότερο αισθητή στις ΗΠΑ και την Αυστραλία σημειώνει αποδόσεις, οι οποίες ξεπερνούν εκείνες των 10-ετών κρατικών ομολόγων. Βέβαια, είναι γεγονός πως οι υψηλότερες αποδόσεις, οι οποίες επιτυγχάνονται θα πρέπει να συγκριθούν με τον υψηλότερο κίνδυνο που φυσικά διακατέχουν οι επενδυτές.

Στις ξένες αγορές και ειδικά στις ΗΠΑ και την Αυστραλία η συμμετοχή των REITs σε κάθε χαρτοφυλάκιο κινητών και ακίνητων αξιών κρίνεται απαραίτητη. Πιο συγκεκριμένα με την τοποθέτηση μετοχών REITs στα χαρτοφυλάκιά του, οι επενδυτές επιτυγχάνουν τα σημαντικά οφέλη της διαφοροποίησης. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχει πολύ χαμηλή συσχέτιση των REITs με άλλες επενδυτικές επιλογές, όπως είναι πολλές μετοχές και τα ομόλογα. Λόγω της χαμηλής συσχέτισης πολλοί αναλυτές στις ΗΠΑ υποστηρίζουν ότι η διακράτηση σε ποσοστό τουλάχιστον 5% REITs στο συνολικό χαρτοφυλάκιο, ειδικά σε καιρούς και συνθήκες αβεβαιότητας επιφέρει σημαντική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο²⁵.

Μάλιστα είναι σημαντικό ν' αναφέρουμε πως το 2001 η Standard & Poors αναγνώρισε τη σημαντική ανάπτυξη και μεγέθυνση των REITs, με αποτέλεσμα να τη χαρακτηρίσει ως μία ιδιαίτερα σημαντική επένδυση και γι' αυτό υπολόγισε τις εταιρείες αυτές σε στοιχειώδεις δείκτες μεταξύ αυτών και τον S&P 500.

Τα ακίνητα που είναι στην κατοχή των ΕΕΑΠ συνήθως είναι εμπορικής χρήσης και με υφιστάμενους μισθωτές από τους οποίους οι εταιρείες έχουν σημαντικά έσοδα. Τα δε συμβόλαια που έχουν υπογραφεί μεταξύ ιδιοκτήτριων εταιρειών και ενοικιαστών συνήθως έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, γεγονός που προσδίδει ένα ακόμη στοιχείο σταθερότητας και κανονικότητας στις απολαβές των επενδυτών, αφού ουσιαστικά τα μερίσματα που εισπράττουν προέρχονται από τα έσοδα που πραγματοποιούν οι ΕΕΑΠ από τα ενοίκια.

Η κατοχή των REITs στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών αντιπροσωπεύει μία πολύ καλή προστασία ενάντια στον πληθωρισμό. Αυτό εξηγείται ως εξής: η άνοδος του

²⁴ Ibbotson R., Siegel L., (1984), Real estate returns: A comparison with other investments, The journal of the American real estate and urban economics association

²⁵ Ibbotson R., Siegel L., (1984), Real estate returns: A comparison with other investments, The journal of the American real estate and urban economics association

Δείκτη Τιμών Καταναλωτή αποτυπώνεται και πάνω στο ύψος των ενοικίων. Όμως, όπως προαναφέραμε τα έσοδα των ΕΕΑΠ προέρχονται από τα ενοίκια που λαμβάνουν από τα ακίνητά τους.

Κατά συνέπεια μια αύξηση των ενοικίων έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των εσόδων των επιχειρήσεων, την αύξηση του ποσού των μερισμάτων προς το επενδυτικό κοινό κι επομένως την καταπολέμηση των προβλημάτων που προκύπτουν από την άνοδο στο Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή.

Τα REITs αποτελούν ένα καλό και ασφαλές ‘καταφύγιο’ σε περιπτώσεις ανόδου των επιτοκίων. Πιο συγκεκριμένα, σε περιπτώσεις ανόδου των επιτοκίων τα στεγαστικά δάνεια καθίστανται πιο ακριβά, παράγοντας αρνητικός για τον υποψήφιο αγοραστή επαγγελματικής στέγης ή κατοικίας. Μην μπορώντας, λοιπόν, οι επενδυτές να προβούν σε αγορά λόγω των υψηλών επιτοκίων και της προτίμησης αναμονής για μείωση αυτών καταφεύγουν στη λύση του ενοικίου. Η αύξηση της ζήτησης, όμως, για ενοικιαζόμενα ακίνητα οδηγεί σε αύξηση των τιμών των ενοικίων και κατά συνέπεια σε αύξηση των εσόδων των ΕΕΑΠ κι εντέλει αποκόμισης μεγαλύτερων μερισμάτων από τους επενδυτές. Επομένως, τα REITs είναι μία πολύ καλή προστασία ενάντια στην άνοδο των επιτοκίων.

Μία ακόμη σημαντική παράμετρος που παρέχει ο νόμος στις ΕΕΑΠ είναι η απαλοιφή της υποχρέωσης των εταιρειών ακινήτων να ενεργούν αποσβέσεις επί των ακινήτων τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το κόστος των αποσβέσεων θεωρήθηκε από τους ενδιαφερόμενους φορείς ως απαγορευτικό, καθώς θα μηδένιζε τις αποδόσεις των ακινήτων.

Άλλωστε, οι εταιρείες οφείλουν οι ίδιες να επενδύουν στα ακίνητά τους, προκειμένου να διατηρείται και να επαυξάνεται η αξία τους και δεν είναι προς κανενός το συμφέρον η απαξίωσή τους.

Σημαντικό όφελος των ΕΕΑΠ είναι το ότι αντέχουν στην πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη και τούτο είναι φυσικό, εφόσον οι τιμές των ακινήτων δύσκολα υποχωρούν²⁶.

Λόγω του γεγονότος ότι αυτές οι εταιρείες τώρα άρχισαν να εμφανίζονται στην ελληνική αγορά, τυγχάνουν ευνοϊκότερης φορολογικής μεταχείρισης σε σύγκριση με άλλες εταιρείες προκειμένου όχι μόνο να δοθούν κίνητρα, ώστε να αυξηθεί το μέγεθος και ο αριθμός τους, αλλά και για να προσελκύσει μεγάλο αριθμό επενδυτών στην πρόσθεση των εν λόγω μετοχών στο χαρτοφυλάκιο τους. Το κόστος συναλλαγών για είναι πολύ χαμηλό.

2.7 Τα μειονεκτήματα των Reits

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

Παρατηρείται η ύπαρξη πολλών περιορισμών στο δανεισμό για τα ελληνικά REITs, όπως για παράδειγμα η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλου ποσοστού μετρητών από τις εν λόγω εταιρείες, αλλά και πολλές ανελαστικές διαδικασίες επενδύσεων. Οι αδυναμίες-ασάφειες αυτές αντιμετωπίζονται από την πολιτεία με διάθεση βελτίωσης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την προοπτική ανάπτυξης των REITs στην Ελλάδα.

²⁶ Ibbotson R., Siegel L., (1984), Real estate returns: A comparison with other investments, The journal of the American real estate and urban economics association

Το να αγοράσει κανείς μετοχές των REITs δεν αποτελεί την τέλεια επένδυση, καθότι αυτού του είδους η επένδυση δεν είναι για όλους.

Κάθε REIT έχει τα δικά του χαρακτηριστικά και ιδιομορφίες και το να προβεί κάποιος στην επιλογή του κατάλληλου δεν αποτελεί και την πιο εύκολη διαδικασία. Η επιτυχημένη επιλογή μετοχών REITs προϋποθέτει τη δυνατότητα κατανόησης και σωστής ερμηνείας της αγοράς του real estate από την πλευρά του επενδυτή.

Όπως προαναφέραμε, για φορολογικούς λόγους δίνεται το δικαίωμα της διανομής μεγάλου μέρους των κερδών των εταιρειών στους μετόχους με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα τα αμερικανικά REITs που είναι υποχρεωμένα να διανείμουν τουλάχιστον το 90% των κερδών τους ως μερίσματα στους μετόχους τους. Με την τακτική αυτή, όμως, οι εταιρείες μπορούν να επανεπενδύσουν μικρό μόνο κομμάτι των κερδών της προηγούμενης χρήσης. Αυτό είναι ανασταλτικό για την ανάπτυξη των REITs, εφόσον με τον τρόπο αυτό ο ρυθμός μεγέθυνσης των REITs (το λεγόμενο growth) να είναι πολύ μικρότερος από το μέσο ρυθμό αύξησης του Γενικού Δείκτη του αντίστοιχου Χρηματιστηρίου Αξιών²⁷.

Τα έσοδα-μερίσματα από τις μετοχές REITs, όπως είπαμε διακρίνονται από μία σταθερότητα και κανονικότητα, εφόσον προέρχονται ουσιαστικά από τα ενοίκια των ακινήτων που έχει η ΕΕΑΠ στην κατοχή της. Παρόλα αυτά, όμως η αγορά κι επένδυση σ' αυτά εξακολουθεί να ενέχει ρίσκο.

Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι αφενός η πληρωμή των μερισμάτων δεν είναι πλήρως εξασφαλισμένη, αφετέρου η αγορά του real estate επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις κυκλικές διακυμάνσεις στην οικονομία. Άλλωστε, οι αρνητικές μεταβολές σε μακροοικονομικά μεγέθη, όπως είναι τα επιτόκια και ο πληθωρισμός σε συνδυασμό με τις κακές οικονομικές προοπτικές και τη δυσμενή πολιτική κατάσταση που είναι δυνατό να συμβούν σε μια χώρα μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την αγορά του real estate, με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών REITs να κινηθεί πτωτικά. Φυσικά, υπάρχει και το ενδεχόμενο σε μία χρήση να καταγραφούν ζημιές στην ΕΕΑΠ και ως αποτέλεσμα να μην πραγματοποιηθεί διανομή μερίσματος στους μετόχους-επενδυτές της εταιρείας, στοιχείο που αποδεικνύει ότι τα έσοδα από μερίσματα δεν είναι απόλυτα εξασφαλισμένα²⁸.

2.8 Σχέση κινδύνου και απόδοσης των ακινήτων που επενδύουν τα Reits

Όπως είναι γνωστό υπάρχουν διάφοροι τύποι ακινήτων στους οποίους μπορούν να επενδύσουν τα REITs. Καταρχήν, οι ΕΕΑΠ μπορούν να επενδύσουν σε επαγγελματική στέγη (Office REITs), δηλαδή ουσιαστικά σε κτίρια γραφείων. Στην περίπτωση αυτή τίθεται το θέμα επένδυσης σε κατηγορίες κτιρίων γραφείων. Πιο συγκεκριμένα είναι δυνατή η επένδυση σε κτίρια τύπου Α', όπου πρόκειται για κτίρια που ανήκουν σε καλή γεωγραφική περιοχή, είναι πολυτελή κι έχουν κύρος, ή και σε κτίρια τύπου Γ', τα οποία βρίσκονται σε φθηνές περιοχές, όπου τα ενοίκια είναι

²⁷ Mullaney J., (1998), REITs: Bulding profits with real estate investment trusts, John Wiley and Sons

²⁸ Mullaney J., (1998), REITs: Bulding profits with real estate investment trusts, John Wiley and Sons

χαμηλά²⁹. Παράλληλα, υπάρχει η δυνατότητα επένδυσης σε ακίνητα βιομηχανικής χρήσης, όπως είναι τα εργοστάσια ή οι αποθήκες. Εδώ κατατάσσονται τα λεγόμενα Industrial REITs. Τα Residential REITs είναι REITs που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε κατοικίες, όπου κι εδώ έχουμε διάκριση ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή και την πολυτέλεια που χαρακτηρίζει τις κατοικίες. Επίσης, υπάρχουν τα λεγόμενα Retail REITs, τα οποία επενδύουν σε μεγάλα εμπορικά κέντρα, πολυκαταστήματα ή και σε μικρά συνοικιακά εμπορικά καταστήματα και γενικά σε καταστήματα που έχουν ως κύρια δραστηριότητα την πώληση λιανικών προϊόντων. Τα τελευταία χρόνια ειδικά στις ΗΠΑ έχει μετατεθεί σε σημαντικό βαθμό το ενδιαφέρον στην επένδυση των REITs στο χώρο του τουρισμού, αλλά και της υγείας. Έτσι, υπάρχουν τα λεγόμενα Hotel/ Motel REITs, τα οποία επενδύουν σε ξενοδοχειακά συγκροτήματα, είτε μεγάλα είτε μικρά και τα Health Care Facilities REITs, που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε νοσοκομεία, κλινικές κτλ. Φυσικά, υπάρχουν και τα διαφοροποιημένα REITs (Diversified REITs), τα οποία στο χαρτοφυλάκιό τους μπορεί να έχουν ακίνητα από όλες τις κατηγορίες που προαναφέραμε.

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

Ο τύπος της ακίνητης ιδιοκτησίας που είναι πιο επιδεκτική κι επιρρεπής στις κυκλικές διακυμάνσεις της αγοράς είναι τα ξενοδοχεία. Τα ξενοδοχεία, διακρίνονται για τον εποχιακό τους χαρακτήρα και είναι ιδιαίτερα ευάλωτα στις διακυμάνσεις στην οικονομία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα γι' αυτό το γεγονός είναι η πολύ μεγάλη κρίση και πλήγμα που δέχτηκαν τα ξενοδοχεία στις ΗΠΑ μετά το χτύπημα της 11ης Σεπτεμβρίου του 1999. Μάλιστα, τα περισσότερα εκ των Hotel REITs είχαν για την επόμενη πενταετία αρνητικό ρυθμό αύξησης των μερισμάτων τους. Είναι λογικό, λοιπόν, εφόσον ο κίνδυνος των εν λόγω REITs είναι μεγαλύτερος, να απαιτείται από την αγορά και μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση³⁰.

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

Τα κτίρια γραφείων και τα ακίνητα βιομηχανικού χαρακτήρα είναι λιγότερο ευαίσθητα σε βραχυπρόθεσμες μεταβολές στην οικονομία και τούτο οφείλεται στο μακροπρόθεσμο χαρακτήρα που έχουν τα συμβόλαια ενοικίων αυτών των ειδών. Οι ένοικοι των ακινήτων αυτών των κατηγοριών και κυρίως των κτιρίων γραφείων δεν είναι συνηθισμένοι στην αλλαγή τοποθεσίας πολλές φορές ακόμη και μετά τη λήξη

²⁹ Chen K., Tzang D., (1988), Interest – rate sensitivity of real estate investment trusts, Journal of real estate research

³⁰ Chen K., Tzang D., (1988), Interest – rate sensitivity of real estate investment trusts, Journal of real estate research

του συμβολαίου σε περίπτωση που οι εγκαταστάσεις τους ικανοποιούν. Κατά συνέπεια ο κίνδυνος των Office REITs και των Industrial REITs είναι σχετικά χαμηλός και συνεπώς και η αναμενόμενη απόδοση αυτών μικρότερη από τις αντίστοιχες των παραπάνω κατηγοριών³¹.

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ REITs ΚΑΙ Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΑΥΤΩΝ

3.1 Η φορολογία των ακινήτων σε διεθνές επίπεδο – μελέτη περίπτωσης ΗΠΑ

Οι Richard T. Garrigan και John F.C. Parsons (1998)³² αναλύοντας τη φορολογική αντιμετώπιση της ακίνητης περιουσίας και των επενδύσεων σε αυτή, αναφέρουν ότι πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ το 1986, οι επενδύσεις στα ακίνητα αποτελούσαν ένα φορολογικό καταφύγιο για τους φορολογούμενους με υψηλό εισόδημα, διότι τα χρησιμοποιούσαν για να δημιουργούν απώλειες με στόχο την αντιστάθμιση του εισοδήματος τους από άλλες πηγές. Με το νόμο TRA 86, μειώθηκε το ποσό των απωλειών από τέτοιες δραστηριότητες που εκπίπτουν από το εισόδημα και προέρχονταν από παθητικές δραστηριότητες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων να μην θεωρούνται πλέον φορολογικά καταφύγια. Αυτές οι αλλαγές μετακίνησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών σε μια άλλη μορφή επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, τα REITs.

3.2 Ο τρόπος φορολόγησης των Reits σε διεθνές επίπεδο

Τα REITs υπάρχουν από τις αρχές της δεκαετίας του '60, αλλά η αστάθεια των επιτοκίων και μερικές επικίνδυνες επενδύσεις κράτησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών στις ετερόρρυθμες εταιρείες. Τα REITs με τον καιρό βελτιώθηκαν και

³¹ Chen K., Tzang D., (1988), Interest – rate sensitivity of real estate investment trusts, Journal of real estate research

³² Garrigan R., Parson J., (1998), Real estate investment trusts: Structure, Analysis and Strategy, Mc Grow - Hill

μείωσαν τον κίνδυνο και έτσι έγιναν πιο ελκυστικά για το ευρύ επενδυτικό κοινό³³.

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

Τα REITs υποχρεώνονται από το νόμο να διαθέτουν κάθε χρόνο στους μετόχους τους τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους. Για αυτό το λόγο τα REITs συγκαταλέγονται στις εταιρείες που πληρώνουν τα μεγαλύτερα μερίσματα. Τα μερίσματα προέρχονται από τη σχετική σταθερή και προβλέψιμη ροή συμβατικών ενοικίων, που πληρώνουν οι ένοικοι που μένουν στο ακίνητο του REIT.

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

Για τα REITs η διανομή μερισμάτων για φορολογικούς σκοπούς επιμερίζεται ως κανονικό εισόδημα, κεφαλαιακά κέρδη και κεφαλαιακή απόδοση, καθένα από τα οποία ενδέχεται να φορολογηθεί με διαφορετικό συντελεστή. Τα REITs υποχρεώνονται να προμηθεύουν στις αρχές του έτους τους μετόχους τους με πληροφορίες, οι οποίες διευκρινίζουν πως τα μερίσματα του προηγούμενου έτους πρέπει να καταμεριστούν για φορολογικούς σκοπούς³⁴.

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

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

Για όσο καιρό ο τρέχων συντελεστής κεφαλαιακών κερδών είναι χαμηλότερος από τον οριακό κανονικό φορολογικό συντελεστή του επενδυτή, η υψηλή απόδοση της κεφαλαιακής διανομής θα προσελκύει επενδυτές που ανήκουν σε υψηλές φορολογικές βαθμίδες.

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

³³ Murpgy J., Kleiman R., (1989), The inflation – Hedging characteristics of equity REITs: An empirical study, Quarterly Review of economics and business

³⁴ Block R., (2002), Investing in Reits, Bloomberg

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

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

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

Ένας έμμεσος φόρος της τάξεως του 4% του επιπλέον ποσού της απαιτούμενης διανομής σε σχέση με το ποσό που διανεμήθηκε το έτος, επιβάλλεται στα REITs που αποτυγχάνουν να διανέμουν το 85% του κανονικού εισοδήματος και το 90% του καθαρού εισοδήματος από κεφαλαιακό κέρδος στο τέλος του έτους. Αυτός ο φόρος επιβάλλεται για να «τιμωρήσει» τα REITs που μεταχειρίζονται το χρονικό διάστημα διανομής των μερισμάτων, για να καθυστερήσουν την αναγνώριση εισοδήματος από συγκεκριμένους μεριδιούχους³⁵.

3.3 Η φορολόγηση των μετοχών των Reits

Ο μεριδιούχος μεταχειρίζεται τη διανομή μερίσματος του REIT ως κανονικό εισόδημα, εκτός εάν έχει οριστεί ως κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα. Ένα κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα είναι ένα μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος για τον μεριδιούχο, ακόμα και εάν η πώληση των μεριδίων του REIT δεν οδηγεί σε μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος ή ζημιά. Ο καθορισμός του ποσοστού της διανομής που φορολογείται ως μέρισμα και του αντίστοιχου ποσοστού ως απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου, βασίζεται στα έσοδα και κέρδη του REIT και στο φορολογητέο εισόδημα. Εάν η διανομή μερίσματος στους μεριδιούχους του REIT υπερβαίνει τα κέρδη και έσοδά του, η διανομή θεωρείται ως απόδοση κεφαλαίου. Τέτοιες διανομές είναι απαλλαγμένες από φόρο για τον μεριδιούχο και μειώνουν την προσαρμοσμένη βάση³⁶.

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

³⁵ Block R., (2002), Investing in Reits, Bloomberg

³⁶ Bernanke B., Blinder A., (1992), The federal funds rate and the channels of monetary policy, American Economic Review

3.4 Τα γενικά κριτήρια επιλογής των Reits

Η αγορά συνήθως ανταμείβει εταιρείες που επιδεικνύουν συνεχή κέρδη και υψηλή μερισματική πολιτική. Για το λόγο αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να επιλέγουν REITs που έχουν όσο το δυνατόν περισσότερα από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά³⁷:

- Μία επιδεικτική ικανότητα να αυξάνουν τα κέρδη τους με ένα υπεύθυνο τρόπο. Για παράδειγμα, είναι προτιμότερες οι εταιρείες με περιουσιακά στοιχεία, στα οποία το μίσθωμα είναι κάτω από αυτό της τρέχουσας αγοράς.
- Ομάδες management ικανές να επενδύσουν γρήγορα και αποτελεσματικά την ταμειακή ροή.
- Ικανότητα συνεχούς ολοκλήρωσης καινούριων projects εντός χρόνου και προϋπολογισμού.
- Δημιουργικές ομάδες management με ορθές στρατηγικές για ανάπτυξη καινούριων ευκαιριών για αποδόσεις.
- Ισχυρά λειτουργικά χαρακτηριστικά, συμπεριλαμβανομένων αποτελεσματικών διαδικασιών διακυβέρνησης, συγκριτικό πλεονέκτημα, ευρέως αποδεκτές λογιστικές πρακτικές και ξεκάθαρα προσδιορισμένη λειτουργική στρατηγική για επιτυχία στις ανταγωνιστικές αγορές³⁸.

3.5 Τα ποσοτικά κριτήρια επιλογής των Reits

3.5.1 Δείκτης NAV (Net Asset Value)

Οι επενδυτές σε REITs συχνά συγκρίνουν τις τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές με την καθαρή αξία του ενεργητικού των μετοχών μιας εταιρείας (NAV). Ο δείκτης αυτός δείχνει την ανά μετοχή αγοραία αξία του καθαρού ενεργητικού μιας εταιρείας. Κατά καιρούς, η χρηματιστηριακή τιμή ενός REIT μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την καθαρή του αξία. Οι επενδυτές θα πρέπει να κατανοούν κάποιους από τους βασικούς παράγοντες που επιδρούν στην αξία της περιουσίας ενός REIT³⁹.

³⁷ Ling D., Naranjo A., (2003), The dynamics of REITs capital flows and returns, Journal of real estate research

³⁸ Ling D., Naranjo A., (2003), The dynamics of REITs capital flows and returns, Journal of real estate research

³⁹ Brueggeman W., Chen A, Thibodeau T., (1984), Real estate investment funds: performance and portfolio considerations, The journal of the American real estate and urban economics association

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

Ωστόσο, η οικονομία δεν είναι πάντα το ίδιο ισχυρή σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές, και η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να μην αυξάνει τη ζήτηση για όλα τα περιουσιακά είδη ταυτόχρονα. Για αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να συγκρίνουν τις τοποθεσίες των περιουσιακών στοιχείων διαφορετικών εταιρειών με τη σχετική δύναμη ή αδυναμία της αγοράς ακινήτων σε αυτές τις περιοχές⁴⁰.

3.5.2 Τα λειτουργικά έσοδα

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

Δηλαδή το FFO υπολογίζεται ως εξής:

Καθαρό εισόδημα

Μειον: Καθαρά κέρδη / ζημιές από πώληση ακινήτων ή αναδιάρθρωση χρέους

Πλέον: Αποσβέσεις ακίνητης περιουσίας

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

⁴⁰ Brueggeman W., Chen A, Thibodeau T., (1984), Real estate investment funds: performance and portfolio considerations, The journal of the American real estate and urban economics association

Τέλος, τα διάφορα προγράμματα απόκτησης κατοικίας ή επισκευών για ανάπτυξη των ακινήτων δημιουργούν έσοδα, με την προϋπόθεση πάντα ότι καλύπτουν το κόστος κεφαλαίου⁴¹.

3.5.3 Ο συντελεστής απόδοσης και τα μερίσματα

Τα REITs προσφέρουν ένα σχετικά υψηλό συντελεστή απόδοσης: αφού τα μερίσματα προέρχονται από ενοίκια και άλλα εισοδήματα από ακίνητα. Για το λόγο αυτό, ο συντελεστής απόδοσης (μέρισμα / τιμή) είναι άλλος ένας παράγοντας που πρέπει να λάβει κανείς υπόψη του κατά την επιλογή του REIT. Μια αύξηση του μερίσματος της τάξεως του 9-10% θεωρείται ικανοποιητική και τα μερίσματα θα πρέπει να αποτελούν το κύριο μέρος της απόδοσης. Η υπερβολική διανομή κερδών μπορεί να αποτελέσει ένδειξη ότι το εισόδημα του REIT προέρχεται από έκτακτα γεγονότα και δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον⁴².

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

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

3.5.4 Οι πηγές κεφαλαίου του Reit

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

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

Η δανειοδότηση του REIT πρέπει να γίνει προσεκτικά. Όσο μικρότερη μόχλευση έχει, τόσο πιο ασφαλές είναι και τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά του να

⁴¹ Brueggeman W., Chen A, Thibodeau T., (1984), Real estate investment funds: performance and portfolio considerations, The journal of the American real estate and urban economics association

⁴² Coleman M., Hudson – Wilson S., Webb J., (1994), Real estate in the multi – asset portfolio in managing real estate portfolios

εκμεταλλευτεί μια ενδεχόμενη πτώση των επιτοκίων, δανειζόμενο για να διευρύνει το χαρτοφυλάκιό του.

Ο συνολικός δανεισμός του REIT πρέπει να είναι λιγότερος από το 5% της τρέχουσας αξίας του στην ελεύθερη αγορά, η οποία υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την τιμή της μετοχής με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία⁴³.

3.6 Τα ποιοτικά κριτήρια επιλογής

Παρακάτω παρουσιάζονται τα κυριότερα ποιοτικά κριτήρια επιλογής των Reits.

1. Εμπειρία διοίκησης

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

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

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

2. Τρόπος αποζημίωσης της διοίκησης

Τα REITs μπορούν να ικανοποιήσουν την ανάγκη για τρέχον εισόδημα ή για μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή αύξηση. Εάν η μία ή η άλλη επιλογή είναι προτιμότερη, είναι σημαντικό να εξετάσει κανείς το πώς αποζημιώνεται η διοίκηση του REIT για τον προσδιορισμό των στόχων της και των κινδύνων που αναλαμβάνει.

Εάν η αποζημίωση βασίζεται μόνο στις περιουσιακές αξίες, η διοίκηση είναι πιθανό να επικεντρωθεί στην επένδυση σε πρόσθετα ακίνητα και την κεφαλαιακή αύξηση. Εάν η βάση για τον καθορισμό της αντιστάθμισης περιλαμβάνει μερίσματα ή τρέχοντα κέρδη, η διοίκηση μπορεί να έχει κίνητρο να αυξήσει την μερισματική απόδοση, πιθανόν εις βάρος της μακροπρόθεσμης κεφαλαιακής αύξησης⁴⁴.

⁴³ Onder Z., (2000), High inflation and returns on residential real estate: Evidence from Turkey, Applied Economics

⁴⁴ Onder Z., (2000), High inflation and returns on residential real estate: Evidence from Turkey, Applied Economics

ΜΕΡΟΣ Β'

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΟΥ REAL ESTATE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΟΙ ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (ΑΕΕΑΠ)

4.1 Ορισμός

Η ελληνική εκδοχή των REITs είναι οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ). Με το νόμο 2778/1999/Α-295 επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Σκοπός του νομοθετήματος κυρίως, υπήρξε η αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων. Η συγκέντρωση κεφαλαίων για τη συλλογική αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας παρασχέθηκε από το νόμο διττά σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια και σε καταστατικής μορφής, τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία⁴⁵.

Ένας ορισμός σύμφωνα με το Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο είναι ο εξής: «Η εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας»

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

Η εισαγωγή αλλά και η ενεργοποίηση του συγκεκριμένου θεσμού, σε μια στιγμή που ο κλάδος του Real Estate αναπτυσσόταν, αποτέλεσε ένα χρηστικό εργαλείο για την ενδυνάμωσή του και την παρουσία ενός επενδυτικού προνομίου, όχι αγνώστου στο επενδυτικό κοινό άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και διεθνώς. Στη χώρα μας, η οποία διαθέτει αναπτυσσόμενη κτηματαγορά και χαρακτηρίζεται από υψηλά ποσοστά φορολογικής επιβάρυνσης στην ακίνητη περιουσία, ο θεσμός αυτός προσδιορίστηκε στην επένδυση σε «έτοιμα» επαγγελματικά ακίνητα και κυρίως στην ιδιαίτερα ευνοϊκή φορολογική μεταχείρισή τους. Αντίθετα τα θέματα της μετοχικής και χρηματοοικονομικής διάρθρωσης θα αντιμετωπισθούν σε μεταγενέστερο χρόνο, λαμβάνοντας υπόψη και την εμπειρία των εταιρειών που ήδη λειτουργούν και θα λειτουργήσουν ως ΕΕΑΠ.

Αν και ο νόμος διατρέχει την περίοδο αξιολόγησής του, αναντίρρητα, οι πρώτες επ' αυτού τροποποιήσεις με τον 2992/2002, το υφιστάμενο σχετικό νομοθετικό πλαίσιο, σε συνδυασμό με τις εκδοθείσες ρυθμιστικές αποφάσεις της Επιτροπής

⁴⁵ Κιόχος Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των Ακινήτων και Μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας αυτών. Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

Κεφαλαιαγοράς, που σίγουρα χρήζει ανάγκη συμπληρώσεως και βελτιώσεων, αλλά και η εποπτική διαδικασία στην οποία υποβάλλεται η λειτουργία των εταιρειών αυτών, καθιστούν σήμερα τις ΕΕΑΠ ως ένα από τα πιο ελκυστικά επενδυτικά εργαλεία και διαμορφώνουν ένα θεσμό με κύρος, που θα λειτουργήσει προς όφελος των επενδυτών, δίνοντας τη δυνατότητα στο ευρύ κοινό να συμμετάσχει σε μια συλλογική επένδυση και σ' ένα προϊόν, που μπορεί να χαρακτηριστεί σαν ένα «σύνθετο ομόλογο», από πλευράς σταθερότητας της απόδοσης, που προσφέρει.

Σήμερα, ήδη είναι ορατή η τάση ποιοτικής αναβάθμισης στον τομέα της ανάπτυξης των ακινήτων, της οργάνωσης και παροχής υπηρεσιών στο χώρο του real estate, όπως επίσης φανερή είναι η είσοδος και η ενεργοποίηση νέων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά. Ξένοι θεσμικοί επενδυτές (Pricoa, Pradera, Klepierre, LaSalle Investments), πρόσφατα δηλώνουν δειλά το παρόν και την τροφοδοτούν με στοιχεία απαραίτητα για την ανάπτυξή της. Στο πλαίσιο αυτό, οι ΕΕΑΠ και τα αμοιβαία ακινήτων έρχονται να ξεπεράσουν τον εγχώριο και διεθνή ανταγωνισμό και να λειτουργήσουν εξυγιαντικά στο χώρο της ακίνητης περιουσίας. Παράλληλα, είναι σαφές πως σε περίπτωση που οι στόχοι των συλλογικών αυτών επενδύσεων δεν μπορέσουν να εκπληρωθούν εγχώρια, οι οργανισμοί αυτοί δύνανται να στραφούν στο εξωτερικό και ιδιαίτερα στις χώρες του ευρωπαϊκού χώρου, στις οποίες και μπορούν να επενδύσουν με τα ίδια πλεονεκτήματα όπως και στην Ελλάδα⁴⁶.

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

Η δυνατότητα, που παρέχεται από το νόμο για την απόκτηση ακινήτων μέσα στην ευρωπαϊκή αγορά θα απομακρύνει πιθανά τον κίνδυνο της εξάντλησης των «ποιοτικών αποθεμάτων» σε ακίνητα, αλλά και πάλι μπορεί να λειτουργήσει, σαν μοχλός ανάπτυξης για τη δημιουργία νέων ποιοτικών ακινήτων. Η ανάπτυξη όμως του θεσμού αυτού δεν είναι άμοιρη και δεν μπορεί να υπάρξει σε βάθος χρόνου ξέχωρη από μια γενική πολιτική υποστήριξης δομών και θεσμών που τη συνθέτουν και λειτουργούν παράπλευρα και υποστηρικτικά⁴⁷.

4.2 Το θεσμικό πλαίσιο των εταιρειών επενδύσεων της ακίνητης περιουσίας

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

⁴⁶ Κιόχος Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των Ακινήτων και Μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας αυτών. Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

⁴⁷ Κιόχος Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των Ακινήτων και Μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας αυτών. Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

έκδοση ιδρυτικών τίτλων⁴⁸.

Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται ως εξής:

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

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

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

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

Οι επενδύσεις της εταιρείας, με εξαίρεση αυτές που αποτελούν την ακίνητη περιουσία της, κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα, που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα με φυσική εγκατάσταση. Ο έλεγχος της νομιμότητας της διαχείρισης της εταιρείας ασκείται από τη γενική συνέλευση των μετόχων της και όχι από τον Θεματοφύλακα⁴⁹.

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

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

Οι εκδιδόμενες μετοχές από ΑΕΕΑΠ, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων από την εταιρεία, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφοράς,

⁴⁸ Βούλγαρη Κ., Σπυροπούλου Χ., (2009), Το δίκαιο των ακινήτων, Νομική βιβλιοθήκη

⁴⁹ Βούλγαρη Κ., Σπυροπούλου Χ., (2009), Το δίκαιο των ακινήτων, Νομική βιβλιοθήκη

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

Σημειώνεται ότι οι ΑΕΕΑΠ απαλλάσσονται από φόρο μεταβίβασης ακινήτων στην περίπτωση που σχηματισθούν μετά από συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών, οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία ή μετά από διάσπαση υφιστάμενης εταιρείας⁵⁰.

4.3 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εταιριών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με βάση την ελληνική νομοθεσία, συνοψίζονται στα εξής⁵¹:

1. Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς: Οι εκδιδόμενες μετοχές από την εταιρεία απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων. Επίσης δεν επιβάλλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από αυτήν.

2. Ρευστότητα: Η υποχρέωση της εταιρείας να εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της στο χρηματιστήριο εντός ενός έτους από την έναρξη λειτουργίας της, διασφαλίζει τη ρευστότητα της επένδυσης.

3. Αποσβέσεις: Η εταιρεία διαχείρισεως επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που έχει στο χαρτοφυλάκιο της.

4. Δανεισμός: Δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι του 25% των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητα της.

Οι αδυναμίες του ελληνικού θεσμικού πλαισίου για τις ΑΕΕΑΠ είναι αρκετές και κάποιες από αυτές, όπως για παράδειγμα η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλου ποσοστού μετρητών (10%), μπορούν να αποφευχθούν, αφού δεν εξυπηρετούν απολύτως κανένα σκοπό και μάλλον προήλθαν «εκ παραδρομής» από το αντίστοιχο θεσμικό πλαίσιο για τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων.

⁵⁰ Βούλγαρη Κ., Σπυροπούλου Χ., (2009), Το δίκαιο των ακινήτων, Νομική βιβλιοθήκη

⁵¹ Κιόχος Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των Ακινήτων και Μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας αυτών. Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

Η δεύτερη πιο σημαντική αδυναμία είναι οι περιορισμοί στις συμμετοχές σε άλλες εταιρείες ακινήτων, ιδιαίτερα όταν πολλά νέα projects δημιουργούνται εξ αρχής ως ξεχωριστές εταιρείες.

Επιπλέον, μειονέκτημα είναι ο περιορισμός στο δανεισμό σε σύγκριση για παράδειγμα με το τι ισχύει ακόμη και για τα Ευρωπαϊκά REITs, που είναι σαφώς πιο συντηρητικά συγκρινόμενα με αυτά των ΗΠΑ. Στο ίδιο πλαίσιο εντάσσονται και οι περιορισμοί στην ανάπτυξη ακινήτων, θέμα όμως που υφίσταται για όλα τα Ευρωπαϊκά REITs και έχει δημιουργήσει σημαντικό θέμα στη Γαλλία, όπου υπάρχει πίεση για την αλλαγή στο σημείο αυτό του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, ώστε να επιτρέψει την ανάπτυξη ακινήτων από τα γαλλικά REITs⁵².

Τέλος, πρέπει να αναφερθούν και οι σημαντικές ασάφειες στη σημερινή διατύπωση του νόμου για τις ΑΕΕΑΠ, όπως αυτή για το ελάχιστο ύψος των επενδύσεων σε ακίνητα. Όμως, το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι αυτό που προέκυψε μετά το νέο νομοθετικό πλαίσιο για τα ακίνητα και συγκεκριμένα η εισαγωγή του Φ.Π.Α., που αντικαθιστά πλέον το φόρο μεταβίβασης, καθώς και ο φόρος αυτόματου υπερτιμήματος. Αν και για τον δεύτερο υπάρχουν βάσιμες ελπίδες και πολύ πειστική επιχειρηματολογία ότι δεν αφορά στις ΑΕΕΑΠ, για τον Φ.Π.Α. η εικόνα είναι πιο συγκεχυμένη. Αυτό συμβαίνει γιατί ο Φ.Π.Α. είναι ο φόρος που επιβάλλεται σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση και για την απαλλαγή των ΑΕΕΑΠ πρέπει να υπάρχει η ανάλογη έγκριση. Φυσικά υπάρχουν και εναλλακτικές λύσεις που έχουν εφαρμοστεί σε άλλες χώρες, όπως η επιβολή Φ.Π.Α. και στις εμπορικές μισθώσεις, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα συμψηφισμού του. Παράλληλα, γίνεται προσπάθεια, κυρίως από τη Γερμανία και την Ολλανδία να μην υπόκεινται σε Φ.Π.Α. οι αγοραπωλησίες ακινήτων. Σε κάθε περίπτωση, το θέμα προς το παρόν εκκρεμεί και η όποια λύση του δεν προβλέπεται να είναι άμεση.

4.4 Οι ελληνικές Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης της Ακίνητης Περιουσίας

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

4.4.1 Eurobank Properties

Η Eurobank Properties Α.Ε.Ε.Α.Π., διαχειρίζεται ένα από τα σημαντικότερα χαρτοφυλάκια εμπορικών ακινήτων στην Ελλάδα, διατηρεί μακροχρόνιες μισθώσεις με εταιρείες, διοικείται από ικανά και έμπειρα στελέχη με γνώση της ελληνικής αγοράς ακινήτων και τέλος δραστηριοποιείται στο δυναμικά ανερχόμενο κλάδο

⁵² Κιόχος Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των Ακινήτων και Μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας αυτών. Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

επενδύσεων σε ακίνητα, που διέπεται από ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς⁵³.

Η Εταιρεία συστάθηκε το 1952 με την επωνυμία Εμπόριον, Βιομηχανία, Οικοδομαί (Ε.Β.Ο.) Α.Ε. με την υπ' αριθμ. 88939/12.12.1952 απόφαση του Υπουργού Εμπορίου, η οποία δημοσιεύθηκε στο ΦΕΚ 385/12.12.1952 (τ. Α.Ε. & Ε.Π.Ε.).

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

Η Εταιρεία είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών (Μ.Α.Ε.) του Υπουργείου Ανάπτυξης με αριθμό 365/01/Β/86/365 και έχει διάρκεια μέχρι την 31.12.2050. Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Καταστατικού της, ο σκοπός της Εταιρείας σήμερα είναι αποκλειστικά η διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 2778/1999 «περί Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ακίνητης Περιουσίας-Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλων διατάξεων», όπως εκάστοτε ισχύει. Η Εταιρεία εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία έχει χορηγήσει και την υπ' αριθμ. 11/352/21.9.2005 άδεια λειτουργίας της. Η εν γένει λειτουργία της Εταιρείας διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21 - 31 του Ν. 2778/1999 «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις», όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από τους Ν. 2892/2001 και 2992/2002, καθώς και από τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920.

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

Επίσης εν όψει της μετατροπής της σε Α.Ε.Ε.Α.Π. και στο πλαίσιο συμμόρφωσης της Εταιρείας με όσα ορίζονται στην κείμενη νομοθεσία σχετικά με τις Α.Ε.Ε.Α.Π., τον Αύγουστο του 2005 η Εταιρεία αποπλήρωσε το σύνολο του τραπεζικού δανεισμού (βραχυπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι), το οποίο ανέρχονταν συνολικά σε €111 εκατ.. Η αποπληρωμή του εν λόγω δανεισμού υλοποιήθηκε με μέρος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπέρ των παλαιών μετόχων, που έγινε την ίδια περίοδο⁵⁴.

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

⁵³ <http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

⁵⁴ <http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

- Ενεργή διαχείριση του υφισταμένου χαρτοφυλακίου των ακινήτων της, μέσω της ενίσχυσης των μακροχρόνιων σχέσεων με τους μισθωτές της, βελτιστοποίησης της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου ακινήτων της και της πώλησης ορισμένων ακινήτων όταν προκύπτουν ευκαιρίες στην αγορά που συνάδουν με τους επενδυτικούς στόχους και την πολιτική της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένης και της πολιτικής της Εταιρείας για την εκ νέου επένδυση των κεφαλαίων της σε ακίνητα με δυνητικές υψηλότερες αποδόσεις.
- Τακτική επιλεκτικών αποκτήσεων ακινήτων, σε σημεία υψηλής εμπορικότητας και προβολής εντός της Ελλάδας
- Συνεχής αξιοποίηση της σχέσης της Εταιρείας με την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., η οποία είναι στρατηγικός της εταίρος, σύμβουλος και, ως μέλος του ομίλου Eurobank, μεγαλύτερος μισθωτής της. Σημειώνεται ότι παρά τη στενή σχέση της με την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., και τη σημαντική της επιρροή στη διοίκηση και στην Επενδυτική της Επιτροπή, η διαπραγμάτευση των μισθώσεων με την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E. (συμπεριλαμβανομένων των εταιριών του Ομίλου της Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., με τις οποίες συνεργάζεται η Εκδότρια), έχει γίνει στο παρελθόν και θα συνεχίσει να γίνεται με αντικειμενικότητα και σε τιμές αγοράς. Περαιτέρω η Εταιρεία πιστεύει ότι η δομή της εταιρικής διακυβέρνησής της προστατεύει επαρκώς τους μετόχους μειοψηφίας από πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων που προκύπτουν από τη σχέση της με τη Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E.⁵⁵.
- Διατήρηση μίας ελκυστικής πολιτικής μερισμάτων: Η Εταιρεία σκοπεύει να διανείμει το μεγαλύτερο μέρος των διανεμητέων καθαρών κερδών της σε μερίσματα. Ως αποτέλεσμα του ευνοϊκού φορολογικού της καθεστώτος, ως ελληνικής Ανώνυμης Εταιρείας Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (στο εξής «Α.Ε.Ε.Α.Π.»), των ελκυστικών της μεικτών αποδόσεων από μισθώσεις και των μακροχρόνιων συμβάσεων μίσθωσης με μισθωτές υψηλής ποιότητας, η Εταιρεία εκτιμά ότι έχει ισχυρά και σταθερά επίπεδα ταμειακών ροών, που πιστεύει ότι θα της επιτρέψουν να διατηρήσει μία ελκυστική μερισματική πολιτική.

Ο θεμελιώδης επενδυτικός στόχος της Εταιρείας είναι η δημιουργία, μακροπρόθεσμα, υπεραξίας για τους μετόχους της, όπως προαναφέρεται. Η Εταιρεία επιδιώκει την επίτευξη του στόχου αυτού μέσα από⁵⁶:

1. Μια συνολική επενδυτική στρατηγική που εστιάζει στην απόκτηση εμπορικών

⁵⁵ <http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

⁵⁶ <http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

ακινήτων υψηλού προφίλ σε προνομακή θέση (prime commercial property) στην Ελλάδα με έμφαση στα παρακάτω:

- Ελκυστικές και εξασφαλισμένες μισθωτικές αποδόσεις ο Ταμειακές εισροές με ρυθμό αύξησης ίσο ή μεγαλύτερο από τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ)
- Σαφείς ενδείξεις για μελλοντική υπεραξία
- Τοπικοί και διεθνείς μισθωτές υψηλής αναγνωρισιμότητας και φερεγγυότητας

2. Μια συνολική στρατηγική διαχείρισης χαρτοφυλακίου με έμφαση στη μεγιστοποίηση της απόδοσης και στη συνετή διαχείριση των σχετιζομένων κινδύνων, που θα επιδιώκει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Διασπορά (diversification) των επενδύσεων ως προς το είδος ακινήτου, την τοποθεσία και τους μισθωτές
- Αποτελεσματική διαχείριση των μισθώσεων και διασφάλιση της διαρκούς συνεργασίας με τους μισθωτές με στόχο την εξασφάλιση υψηλών ποσοστών πληρότητας των ακινήτων
- Υψηλού επιπέδου τεχνική διαχείριση των κτιρίων με σκοπό την εξασφάλιση της ορθής συντήρησης των ακινήτων της Εταιρείας, την υπεραξία και την ελαχιστοποίηση του κόστους
- Συνεχή παρακολούθηση του προφίλ κινδύνου / απόδοσης και των τάσεων της κτηματαγοράς και προσδιορισμό ενεργειών βελτίωσης

Με σκοπό τη διασφάλιση των παραπάνω, η Εταιρεία λαμβάνει υπ' όψιν της έναν αριθμό παραγόντων κατά την αξιολόγηση και τον έλεγχο (due diligence) των πιθανών επενδύσεων, ενδεικτικά αναφέρονται ως ακολούθως⁵⁷:

- τρέχουσες και πιθανές μελλοντικές εμπορικές ή βιομηχανικές χρήσεις του

⁵⁷ <http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

ακινήτου

- κόστος κτήσης και τυχόν κόστος αναδιαμόρφωσης και αρχική ταμειακή εκροή σε σχέση με την στοχευόμενη απόδοση
- δυνατότητα να αυξηθεί η αξία του ακινήτου
- γεωγραφική περιοχή, με προτίμηση προς τις αστικές περιοχές υψηλού προφίλ και τα δημογραφικά χαρακτηριστικά
- τοποθεσία εντός εμπορικής περιοχής ή εγγύτητα σε περιοχές που αναπτύσσονται ταχύτατα το μέγεθος ακινήτου και σύνθεση μισθωτών
- αξιοπιστία μισθωτών, συμπεριλαμβανομένης της φερεγγυότητας, με προτίμηση προς τους δημόσιους οργανισμούς και τις πολυεθνικές επιχειρήσεις ποικίλων κλάδων όπως χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, εμπόριο, πληροφορική, ναυτιλία και logistics
- κατάσταση, ποιότητα σχεδιασμού, εγκαταστάσεις, κατασκευή και άλλα φυσικά χαρακτηριστικά, με προτίμηση προς υψηλής ποιότητας κτίρια πρόσφατης κατασκευής ή ανακαινισμένα ο τρέχουσες και αναμενόμενες οικονομικές συνθήκες των τοπικών και περιφερειακών αγορών ακινήτων ο παρουσία ή εγγύτητα σε πιθανά περιβαλλοντικά προβλήματα
- τρέχοντα και ιστορικά ποσοστά πληρότητας, με προτίμηση προς ακίνητα με υφιστάμενους μισθωτές ή μελλοντικούς μισθωτές που έχουν ήδη προσδιορισθεί
- εναπομείνασα διάρκεια μίσθωσης των υφισταμένων μισθωτών, με προτίμηση προς μισθώσεις με μεγάλη εναπομείνασα διάρκεια
- άλλα χαρακτηριστικά υφισταμένων μισθωτών, συμπεριλαμβανομένης της ανταγωνιστικότητας των όρων μίσθωσης, και
- αναμενόμενη μελλοντική αντιμετώπιση δυνάμει των εφαρμοστέων

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

4.4.2 Η «Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας»

Η Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας Α.Ε.Ε.Α.Π. αποτελεί εταιρία αποκλειστικού σκοπού, με αντικείμενο τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας κατά την έννοια του άρθρου 22 παρ.2 του 2778/99. Η λειτουργία της Εταιρίας διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21 - 31 του Ν. 2778/1999 «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις», όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από τον Ν. 2992/02 καθώς και τον Κ.Ν. 2190/1920⁵⁹.

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

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ακίνητης περιουσίας και κινητών αξιών αποτελεί τον αποκλειστικό κατά το Νόμο σκοπό της Εταιρίας, μη επιτρεπόμενης της άσκησης, είτε κατά κύριο λόγο, είτε δευτερευόντως, οποιασδήποτε άλλης δραστηριότητας εκτός από την ανωτέρω, με εξαίρεση την διενέργεια των αναγκαίων και απαραίτητων πράξεων διαχείρισης της περιουσίας της, η οποία δεν αποτελεί τμήμα του χαρτοφυλακίου της. Σε αυτή τη κατηγορία υπάγονται τα κινητά και ακίνητα πράγματα, που η Εταιρία χρησιμοποιεί προς εξυπηρέτηση των λειτουργικών αναγκών της. Οι υπεύθυνοι άσκησης της διαχειριστικής πολιτικής οφείλουν να ενεργούν ότι είναι αναγκαίο προς διασφάλιση της αυτόνομης διαχείρισης του χαρτοφυλακίου της Εταιρείας και της δυνατότητας των αρμόδιων στελεχών της να καθορίζουν και υλοποιούν την επενδυτική πολιτική της, με αποκλειστικό γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών/ μετόχων και της Εταιρείας, χωρίς διακριτική μεταχείριση ορισμένων εξ αυτών και δη των βασικών μετόχων.

Η επενδυτική πολιτική της Εταιρείας σχεδιάζεται και υλοποιείται βάσει συγκεκριμένων και δυναμικώς εξελισσόμενων διαδικασιών, που συνδυάζουν τη

⁵⁸ <http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

⁵⁹ <http://www.pbre.gr/gr/>

διεθνή εμπειρία και πρακτική με την Ελληνική πραγματικότητα, όπως παρουσιάζονται ενδεικτικά παρακάτω. Οι αγορές των νέων ακινήτων της εταιρείας επιλέγονται με στόχο την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου ακινήτων της και την βελτίωση της περιουσιακής της διάρθρωσης.

Τα βασικά κριτήρια λήψης αποφάσεων ενδεικτικά είναι:

1. Η ετήσια μισθωτική απόδοση του ακινήτου
2. Η αξιοπιστία των μισθωτών
3. Η γεωγραφική θέση του ακινήτου σε συνδυασμό με τις τάσεις της αγοράς
4. Η προοπτική μελλοντικής υπεραξίας
5. Η ποιότητα κατασκευής και συντήρησης των ακινήτων
6. Οι πωλήσεις των ακινήτων επιλέγονται με στόχο αφενός τη μεγιστοποίηση της ωφέλειας της εταιρείας και αφετέρου την δημιουργία διαθέσιμων κεφαλαίων για επένδυση σε ακίνητα με μεγαλύτερες ή /και ασφαλέστερες αποδόσεις⁶⁰

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

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

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

- α) Σε ακίνητη περιουσία σε ποσοστό τουλάχιστον 80%.

⁶⁰ <http://www.pbre.gr/gr/>

β) Σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και πιστωτικούς τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας σε ποσοστό 10% τουλάχιστον επί του ενεργητικού.

γ) Σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 περιπτώσεις α' έως γ' και ε' έως στ' του Ν.1969/1991 (ΦΕΚ 167 Α') και δεν είναι δυνατόν να υπερβούν το 10% του ενεργητικού⁶¹.

δ) Σε άλλα κινητά πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία, μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρεία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το 10% αυτών κατά την απόκτησή τους.

Ως ακίνητη περιουσία στην οποία μπορεί να επενδύει η εταιρεία, εννοούνται κυρίως τα εμπορικά και μόνο ακίνητα, που μπορούν άμεσα να χρησιμοποιηθούν ως επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό, μόνα τους ή από κοινού με άλλα ακίνητα, βρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος - μέλος της Ε.Ε ή σε τρίτο κράτος και αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία υπέρ της εταιρείας. Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων της εταιρείας διενεργείται, στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης, από ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την ειδική τακτική έκθεση που συντάσσεται κάθε φορά για το σκοπό αυτόν, από εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών. Η απόκτηση και μεταβίβαση ακινήτου από την ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΕΑΠ προϋποθέτει προηγούμενη δεσμευτική εκτίμηση της αξίας του από τον εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών⁶².

⁶¹ <http://www.pbre.gr/gr/>

⁶² <http://www.pbre.gr/gr/>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΕΕΑΠ

5.1 Τράπεζα Πειραιώς (Real Estate)

Η οικονομική κατάσταση της Εταιρείας απεικονίζεται στις εμφανιζόμενες Οικονομικές Καταστάσεις της χρήσης του 2015. Κατά τη σύνταξή τους, η Εταιρεία εφάρμοσε υποχρεωτικά τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ). Το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας κατά την 31.12.2015 ανερχόταν σε €8.895.297,69.

Η Εταιρεία έχει ως κύριο πελάτη τη μητρική της εταιρεία Τράπεζα Πειραιώς και τις εταιρείες του Ομίλου. Επιπρόσθετα, το μεγαλύτερο μέρος των ταμειακών διαθεσίμων της είναι τοποθετημένα σε λογαριασμούς που διατηρεί στη μητρική εταιρεία, αλλά και οι υφιστάμενες δανειακές της υποχρεώσεις είναι προς την Τράπεζα Πειραιώς. Τα προαναφερθέντα γεγονότα υποδεικνύουν σημαντική εξάρτηση της Πειραιώς Real Estate από τον Όμιλο Πειραιώς αναφορικά με τη συνέχιση των δραστηριοτήτων της. Το 2015 αποτέλεσε έτος σημαντικών γεγονότων σε χρηματοοικονομικό επίπεδο στην Ελλάδα. Η αβεβαιότητα στο Ελληνικό μακροοικονομικό περιβάλλον εντάθηκε προς το τέλος του Ιουνίου του 2015 ως αποτέλεσμα της μη ολοκλήρωσης της αξιολόγησης του δεύτερου προγράμματος διάσωσης της Ελλάδας από την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα («ΕΚΤ») και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο («ΔΝΤ»), της μη πληρωμής των ληξιπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων προς το ΔΝΤ, της διακοπής παροχής ρευστότητας από την ΕΚΤ προς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και της επιβολής διαφόρων περιορισμών στη διακίνηση κεφαλαίων. Η Ελλάδα οδηγήθηκε εκ νέου σε εκλογές, ενώ καθοριστικής σημασίας για το μέλλον του χρηματοπιστωτικού συστήματος απετέλεσε η ομαλή ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών και η υπογραφή νέου προγράμματος χρηματοδότησης της Ελλάδας ύψους €86 δις. Στην παρούσα φάση, εκκρεμεί η ολοκλήρωση της 1ης αξιολόγησης του 3ου ελληνικού προγράμματος προσαρμογής και η διασφάλιση της απρόσκοπτης εκταμίευσης των υπολειπόμενων δόσεων, καθώς έχουν ήδη ξεκινήσει οι αποπληρωμές εξυπηρέτησης του χρέους για το 2016. Η ολοκλήρωση της αξιολόγησης αναμένεται να οδηγήσει σε βελτίωση του οικονομικού κλίματος, συμβάλλοντας στην υλοποίηση αποκρατικοποιήσεων, στη σταδιακή απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, στην επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς του ΑΕΠ, στην αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως ενέχυρο από την ΕΚΤ και στη συμμετοχή τους στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ. Η Διοίκηση παρακολουθεί διαρκώς τις εξελίξεις και τις πιθανές επιπτώσεις τους, προκειμένου να διασφαλίσει την ελαχιστοποίησή τους στις δραστηριότητες της Εταιρείας και, αξιολογώντας όλα τα παραπάνω, εκτιμά ότι η Εταιρεία θα συνεχίσει απρόσκοπτα τη λειτουργία της για το ορατό μέλλον.

Κατά την κλειόμενη χρήση 2015 τιμολογήθηκαν έσοδα από παροχή υπηρεσιών ύψους 5.092.737,33 ευρώ.

Η Εταιρεία κατά την παρούσα χρήση εμφάνισε κέρδη μετά από φόρους ύψους € 1.424.751,02 τα οποία προέρχονται από καθαρά λειτουργικές δραστηριότητες.

Η Εταιρεία, λόγω του αντικειμένου δραστηριότητάς της, βρίσκεται εκτεθειμένη σε κινδύνους οι οποίοι σχετίζονται με τις μεταπτώσεις της αγοράς ακινήτων, με την χρηματοληπτική ικανότητα, τη διαμόρφωση του επιτοκίου και γενικότερα την πορεία της εθνικής οικονομίας. Αναγνωρίζοντας η εταιρεία την ύπαρξη των ανωτέρω κινδύνων, παρακολουθεί την εξέλιξη τους μέσω του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο είναι αρμόδιο να αξιολογεί τους κινδύνους και να καταρτίζει πρόγραμμα διαχείρισης και αντιμετώπισης αυτών ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Η ανάλυση των ανωτέρω κινδύνων είναι ως ακολούθως:

Η Εταιρεία εκτίθεται σε κίνδυνο από την μεταβολή της αξίας ακινήτων και μισθωμάτων. Ο κίνδυνος αυτός έχει να κάνει κυρίως με α) τη γεωγραφική θέση και την εμπορικότητα του ακινήτου, β) την αξιοπιστία και τη φερεγγυότητα του μισθωτή, γ) το είδος της χρήσης του ακινήτου από το μισθωτή, δ) τη γενικότερη επιχειρηματική δραστηριότητα της περιοχής που βρίσκεται το ακίνητο, καθώς και ε) τις τάσεις εμπορικής αναβάθμισης ή υποβάθμισης της συγκεκριμένης περιοχής του ακινήτου. Η Εταιρεία δεν εκτίθεται σε κίνδυνο σχετικά με χρηματοοικονομικά μέσα εφόσον δεν κατέχει εμπορικά χρεόγραφα.

Ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά περιπτώσεις αθέτησης υποχρέωσης αντισυμβαλλομένων να εκπληρώσουν τις συναλλακτικές τους υποχρεώσεις. Οι συναλλαγές της Εταιρείας με πελάτες και μισθωτές αναπτύσσονται κατόπιν αξιολόγησης της φερεγγυότητας και της αξιοπιστίας τους, προκειμένου να μην παρατηρούνται προβλήματα καθυστερήσεων πληρωμών και επισφαλειών.

i) Μέτρηση Πιστωτικού Κινδύνου Κεντρική θέση στο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων της Εταιρείας κατέχει η αξιόπιστη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου. Η διαρκής ανάπτυξη υποδομών συστημάτων και μεθοδολογιών για τη ποσοτικοποίηση και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου αποτελεί βασική προϋπόθεση για την έγκαιρη και αποτελεσματική υποστήριξη της Διοίκησης σχετικά με τη λήψη αποφάσεων και καθορισμό πολιτικών.

ii) Πολιτική Απομείωσης και σχηματισμού Προβλέψεων Η Εταιρεία εξετάζει συστηματικά αν υπάρχουν βάσιμες και αντικειμενικές ενδείξεις ότι μια απαίτηση έχει υποστεί απομείωση της αξίας της. Για το σκοπό αυτό διενεργεί σε κάθε ημερομηνία σύνταξης οικονομικών καταστάσεων, έλεγχο απομείωσης της αξίας των απαιτήσεων της σύμφωνα με τις γενικές αρχές και τη μεθοδολογία που περιγράφονται στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και σχηματίζει ανάλογες προβλέψεις. Μια απαίτηση έχει υποστεί απομείωση όταν η λογιστική της αξία έχει είναι μεγαλύτερη από το αναμενόμενο ανακτήσιμο ποσό. Το ανακτήσιμο ποσό προσδιορίζεται από το σύνολο της παρούσας αξίας των εισπράξεων και της παρούσας αξίας από την ρευστοποίηση τυχόν καλυμμάτων σε περίπτωση αδυναμίας του εμπόρου.

Όταν υπάρχουν ενδείξεις ότι η Εταιρεία δεν θα μπορέσει να εισπράξει όλα τα οφειλόμενα ποσά σχηματίζεται πρόβλεψη για την απομείωση της απαίτησης. Το ποσό της πρόβλεψης είναι η διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας και του ανακτήσιμου ποσού της απαίτησης. Αν σε μεταγενέστερη περίοδο το ποσό της σχηματιζόμενης πρόβλεψης μειωθεί και η μείωση σχετίζεται με αντικειμενικά γεγονότα που συνέβησαν μετά το σχηματισμό της πρόβλεψης, όπως για παράδειγμα η βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας του εμπόρου, τότε η πρόβλεψη μειώνεται και η διαφορά καταχωρείται στην κατάσταση του συνολικού εισοδήματος.

iii) Διαγραφές

Η Εταιρεία αφού έχει εξαντλήσει όλες τις διαδικασίες για την είσπραξη των απαιτήσεων της και βάσιμα εκτιμά ότι είναι ανεπίδεκτες είσπραξης προβαίνει σε διαγραφές επισφαλών απαιτήσεων έναντι των σχετικών προβλέψεων που έχουν ληφθεί για την απομείωση της αξίας τους, μετά από απόφαση της Διοίκησης της Εταιρείας. Η Εταιρεία συνεχίζει την παρακολούθηση των απαιτήσεων που διαγράφει για τυχόν αναβίωσης των δυνατοτήτων είσπραξής αυτών.

Ο Επιτοκιακός Κίνδυνος ορίζεται ως ο κίνδυνος της επίπτωσης στην οικονομική θέση της Εταιρείας, εξαιτίας της έκθεσής της σε μεταβολές στις αγορές επιτοκίων. Η επίπτωση στην καθαρή τρέχουσα αξία όλων των έντοκων στοιχείων Ενεργητικού της Εταιρείας, έναντι παράλληλης ανόδου / καθόδου των καμπυλών επιτοκίων κατά μισή ποσοστιαία μονάδα (0,5%), εκτιμάται για το τέλος του 2015 σε € 23.262,21. Η επίπτωση στην καθαρή τρέχουσα αξία όλων των έντοκων στοιχείων Παθητικού της Εταιρείας, έναντι παράλληλης ανόδου / καθόδου των καμπυλών επιτοκίων κατά μισή ποσοστιαία μονάδα (0,5%), εκτιμάται για το τέλος του 2015 σε € 17.100,00. Η σύνδεση του επιτοκίου δανεισμού της Εταιρείας με το Spread, σημαίνει ότι η Εταιρεία αντιμετωπίζει ουσιαστικά τον κίνδυνο της ευρύτερης διεθνούς αγοράς των επιτοκίων.

Η καλή διαχείριση των διαθεσίμων, η υγιής χρηματοοικονομική διάρθρωση και η προσεκτική επιλογή των επενδυτικών κινήσεων εξασφαλίζει έγκαιρα στην Εταιρεία την αναγκαία ρευστότητα για τις λειτουργίες της.

Η Εταιρεία διαχειρίζεται συντηρητικά τη διάρθρωση του κεφαλαίου της όπως προκύπτει από τη σχέση καθαρού δανεισμού προς λειτουργικά κέρδη. Η κεφαλαιακή επάρκεια ελέγχεται μέσω της παρακολούθησης του δείκτη αυτού. Στον καθαρό δανεισμό περιλαμβάνονται τοκοφόρα δάνεια μείον έντοκα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα.

5.2 Eurobank Properties

Παρακάτω παρουσιάζονται τα πιο σημαντικά αποτελέσματα από τη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας.

Λειτουργικές ζημιές: Η Εταιρεία εμφάνισε λειτουργικές ζημιές ποσού €1.732χιλ (2014: €380χιλ), οι οποίες οφείλονται κυρίως στην μείωση των εσόδων από εκτιμήσεις και τεχνικών έργων και ελέγχων.

Έσοδα από παροχή υπηρεσιών: Η Εταιρεία κατά τη χρήση 2015 πραγματοποίησε έσοδα από παροχή υπηρεσιών €4.859χιλ έναντι €8.663χιλ το 2014 σημειώνοντας μείωση -44%.

Έξοδα σχετικά με παρασχεθείσες υπηρεσίες: Η Εταιρεία κατά τη χρήση 2015 πραγματοποίησε έξοδα σχετικά με παρασχεθείσες υπηρεσίες €3.330χιλ έναντι €5.064χιλ το 2014 σημειώνοντας μείωση -34%.

Λοιπά λειτουργικά έξοδα: Η Εταιρεία κατά τη χρήση 2015 πραγματοποίησε λειτουργικά έξοδα, εξαιρουμένων των αποσβέσεων άλλων πάγιων στοιχείων, €3.152χιλ έναντι €3.217χιλ το 2014 σημειώνοντας μείωση -2%, η οποία

αντικατοπτρίζει την πολιτική της Διοίκησης για την μείωση των λειτουργικών εξόδων της.

Αποσβέσεις άυλων παγίων: Η Εταιρεία προχώρησε στην μεταβολή της λογιστικής εκτίμησης των άυλων παγίων στοιχείων (συμβάσεις με πελάτες), με συνέπεια η νέα ωφέλιμη οικονομική ζωή να έχει εκτιμηθεί στα 15 χρόνια, με αποτέλεσμα να επιβαρύνει τα αποτελέσματα της χρήσης κατά €108χιλ. έναντι €762χιλ το 2014.

Χρηματοοικονομικά έσοδα: Τα χρηματοοικονομικά έσοδα της Εταιρείας για τη χρήση 2015 ανήλθαν σε €9χιλ έναντι €53χιλ της προηγούμενης χρήσης.

Το προσωπικό της Εταιρείας την 31 Δεκεμβρίου 2015 ανερχόταν σε 54 άτομα (2014: 56 άτομα).

Το 2015, το μακροοικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα ήταν αρκετά δύσκολο για το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Στο πρώτο εξάμηνο, η παρατεταμένη αβεβαιότητα σχετικά με τη συμφωνία με τους εταίρους της Ευρωζώνης αναφορικά με την εφαρμογή των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων για την ολοκλήρωση του Δεύτερου Προγράμματος Οικονομικής Σταθεροποίησης, η ανεπιτυχής λήξη του προηγούμενου προγράμματος, οι δυσχερείς συνθήκες ρευστότητας εξαιτίας των προβλημάτων στη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου και οι σημαντικές εκροές καταθέσεων - οι οποίες έχουν παρατηρηθεί από τα τέλη του 2014 - οδήγησαν στην επιβολή μέτρων περιορισμού στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) και σε προσωρινή τραπεζική αργία την 28 Ιουνίου 2015. Στα μέσα Αυγούστου, η Ελληνική Κυβέρνηση κατέληξε σε τελική συμφωνία με τους Ευρωπαίους εταίρους της για ένα νέο τριετές πρόγραμμα χρηματοδότησης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ) - το Τρίτο Πρόγραμμα Οικονομικής Σταθεροποίησης (ΤΠΟΣ) - που περιλάμβανε χρηματοδότηση περίπου € 86 δις και μια σειρά μεταρρυθμίσεων στοχεύοντας στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, στη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας, στην ενίσχυση της ανάπτυξης, της ανταγωνιστικότητας και των επενδύσεων και στη δημιουργία ενός σύγχρονου κράτους και δημόσιας διοίκησης.

Η Ελληνική Κυβέρνηση ολοκλήρωσε δύο δέσμες προαπαιτούμενων μεταρρυθμίσεων σύμφωνα με το ΤΠΟΣ στο τέλος Νοεμβρίου και Δεκεμβρίου 2015. Μέχρι τα μέσα Δεκεμβρίου 2015, ολοκληρώθηκε η ανακεφαλαιοποίηση των συστημικών τραπεζών με τη χρήση € 5,4 δις περίπου από τα συνολικά € 25 δις που είχαν αρχικά προβλεφθεί. Τα κεφάλαια που δεν χρησιμοποιήθηκαν αφαιρέθηκαν από το δάνειο του ΕΜΣ, μειώνοντας το ύψος του σε περίπου € 64,5 δις στο τέλος Ιανουαρίου 2016.

Έτσι από τη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη τους παραπάνω παράγοντες που σχετίζονται με την επάρκεια της κεφαλαιακής θέσης του Ομίλου Eurobank και την αναμενόμενη συνέχιση της πρόσβασης στο μηχανισμό χρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος στο προσεχές μέλλον, και παρά τις υφιστάμενες αβεβαιότητες για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του τρέχοντος οικονομικού προγράμματος και τις τρέχουσες εξελίξεις στην Ελλάδα, θεωρείται ότι οι οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας μπορούν να συνταχθούν με βάση την αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας (going concern).

Στρατηγική της Εταιρείας είναι η διατήρηση της κυρίαρχης θέσης που κατέχει σήμερα στην παροχή ποιοτικών υπηρεσιών ακινήτων (real estate). Η Διοίκηση της Εταιρείας προβλέπει στην περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας των υπηρεσιών της τόσο στην Τράπεζα Eurobank Ergasias αλλά και σε τρίτους, και υπόσχεται ότι θα πράξει το καλύτερο δυνατό για την επίτευξη αυτού του σκοπού.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

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

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

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

Συμπερασματικά, μετά από μελέτη της γενικότερης βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας σχετικά με το θεσμό και τις αποδόσεις των REITs, μπορούμε να πούμε ότι οι μελέτες που χρησιμοποιούν τις επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία ως μέσο αντιστάθμισης του κινδύνου ενάντια στον πληθωρισμό, είναι αρκετά ενθαρρυντικές. Η ακίνητη περιουσία γενικότερα θεωρείται μια πολύ ασφαλής επένδυση και είναι απόλυτα αντισταθμισμένη απέναντι στον κίνδυνο του πληθωρισμού. Με άλλα λόγια, μια προς τα πάνω μεταβολή του πληθωρισμού δεν επηρεάζει αρνητικά τις αποδόσεις της ακίνητης περιουσίας.

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

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

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική:

Βούλγαρη Κ., Σπυροπούλου Χ., (2009), Το δίκαιο των ακινήτων, Νομική βιβλιοθήκη

Ζεντέλης Π. (2001). Real Estate : Αξία – Εκτιμήσεις – Επενδύσεις – διαχείριση., Εκδόσεις: Παπασωτηρίου

Κιόχος Π., (2010), Εισαγωγή και εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική

Σαμπανιώτης Θ. & Χαρδουβέλης Γ., (2012). Η Ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης. Οικονομία και Αγορές: Eurobank Research

Ξενόγλωσση:

Bernanke B., Blinder A., (1992), The federal funds rate and the channels of monetary policy, American Economic Review

Block R., (2002), Investing in Reits, Bloomberg

Brueggeman W., Chen A, Thibodeau T., (1984), Real estate investment funds: performance and portfolio considerations, The journal of the American real estate and urban economics association

Coleman M., Hudson – Wilson S., Webb J., (1994), Real estate in the multi – asset portfolio in managing real estate portfolios

Chen K., Tzang D., (1988), Interest – rate sensitivity of real estate investment trusts, Journal of real estate research

Chandrashekar V., (1999), Time – series properties and diversification benefits of REIT returns, Journal of real estate research

Garrigan R., Parson J., (1998), Real estate investment trusts: Structure, Analysis and Strategy, Mc Grow - Hill

Mullaney J., (1998), REITs: Bulding profits with real estate investment trusts, John Wiley and Sons

Murpgy J., Kleiman R., (1989), The inflation – Hedging characteristics of equity REITs: An empirical study, Quarterly Review of economics and business

Ling D., Naranjo A., (2003), The dynamics of REITs capital flows and returns, Journal of real estate research

Onder Z., (2000), High inflation and returns on residential real estate: Evidence from Turkey, Applied Economics

The proposed REIT regime’, Deloitte REIT seminar programme, Wednesday 18 January 2006’.

Introduction of the Real Estate Investment Trust (REIT) in Germany’, January 2006

Ibbotson R., Siegel L., (1984), Real estate returns: A comparison with other investments, The journal of the American real estate and urban economics association

Διαδίκτυο:

<http://eps.eurobankpropertyservices.gr/>

<http://www.pbre.gr/gr/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Οικονομική Έκθεση για τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2015



Ισολογισμός

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου	
		2015	2014
		€'000	€'000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Ενσώματα πάγια στοιχεία	5	81	86
Άυλα πάγια στοιχεία	6	534	670
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρείες	8	556	377
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	7	18	18
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	13	102	-
		1.291	1.151
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Πελάτες και λουπές απαιτήσεις	9	2.855	6.276
Φόρος Εισοδήματος	22	20	-
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	10	3.543	2.246
		6.418	8.522
Σύνολο Ενεργητικού		7.709	9.673
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	11	666	666
Λουτά αποθεματικά	12	351	351
Κέρδη εις νέο		5.188	6.667
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		6.205	7.684
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	15	67	59
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	13	-	140
		67	199
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λουπές υποχρεώσεις	14	1.437	1.772
Φόρος Εισοδήματος	22	-	18
		1.437	1.790
Σύνολο υποχρεώσεων		1.504	1.989
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		7.709	9.673

Κατάσταση συνολικού εισοδήματος

	Σημ.	Χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου	
		2015 €'000	2014 €'000
Έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες			
Έσοδα από παροχή υπηρεσιών	16	4.859	8.663
Έξοδα σχετικά με παρασχεθείσες υπηρεσίες	17	(3.330)	(5.064)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα			
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	18	(2.285)	(2.230)
Λοιπά έξοδα	19	(814)	(911)
Αποσβέσεις	20	(162)	(838)
Λειτουργικές ζημιές προ απομειώσεις άυλων παγίων		(1.732)	(380)
Απομείωση εύλογης αξίας άυλων παγίων στοιχείων	6	-	(3.271)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	21	9	53
Ζημιές προ φόρων		(1.723)	(3.598)
Φόρος Εισοδήματος	22	243	886
Καθαρή ζημιά χρήσης		(1.480)	(2.712)
Λοιπά συνολικά εισοδήματα			
Κέρδη/(Ζημιές) που αναγνωρίζονται στα Ίδια Κεφάλαια σε σχέση με το ΔΛΠ19		1	(17)
Ζημιές που αναγνωρίζονται απευθείας στα ίδια κεφάλαια		(1.479)	(2.729)

Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων

	Μετοχικό κεφάλαιο	Λοιπά αποθεματικά	Κέρδη εις νέο	Σύνολο ιδίων κεφαλαίων
Σημ.	€'000	€'000	€'000	€'000
Υπόλοιπο 1/1/2014	649	341	22.423	23.413
Καθαρή ζημιά χρήσης	-	-	(2.712)	(2.712)
Μερίσματα	23	-	(13.000)	(13.000)
Λοιπά συνολικά εισοδήματα	-	-	(17)	(17)
Μεταφορά	11	10	(27)	-
Υπόλοιπο 31/12/2014	666	351	6.667	7.684
Υπόλοιπο 1/1/2015	666	351	6.667	7.684
Καθαρή ζημιά χρήσης	-	-	(1.480)	(1.480)
Λοιπά συνολικά εισοδήματα	-	-	1	1
Υπόλοιπο 31/12/2015	666	351	5.188	6.205

Οι παρούσες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις έχουν εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο στις 8 Ιουνίου 2016 και έχουν υπογραφεί εκ μέρους του, από τους κάτωθι:

Χρήστος Αδάμ

Δημήτριος Ανδρίτσος

Παναγιώτης Κυριαζής

Πρόεδρος Δ.Σ.

Αντιπρόεδρος &
Διευθύνων Σύμβουλος

Οικονομικός Διευθυντής

Κατάσταση ταμειακών ροών

	Σημ.	Χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου	
		2015 €'000	2014 €'000
Ζημιές προ φόρων		(1.723)	(3.598)
Προσαρμογές για:			
Έσοδα από τόκους	21	(9)	(53)
Αποσβέσεις	20	162	838
Απομείωση εύλογης αξίας άυλων παγίων	6	-	3.271
Λοιπά εσοδα		(48)	(222)
Διαγραφές Παγίων	5	-	118
Προβλέψεις		21	57
Ταμειακές ροές από/(σε) λειτουργικές δραστηριότητες προ μεταβολών κεφαλαίου κίνησης		(1.597)	411
Μείωση απαιτήσεων		3.420	548
Μείωση υποχρεώσεων		(335)	(296)
Μείον:			
Κατεβλημένοι φόροι		-	(67)
Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		1.488	596
Ταμειακές ροές σε επενδυτικές δραστηριότητες			
Αγορές ενσώματων πάγιων στοιχείων	5	(6)	(1)
Αγορές άυλων πάγιων στοιχείων	6	(15)	(18)
Αγορά μετοχών σε συνδεδεμένες εταιρείες	8	(179)	(377)
Τόκοι εισπραχθέντες		9	53
Καθαρές ταμειακές ροές σε επενδυτικές δραστηριότητες (β)		(191)	(343)
Ταμειακές ροές σε χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Μερίσματα	23	-	(13.000)
Καθαρές ταμειακές ροές σε χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		-	(13.000)
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της χρήσης (α) + (β) + (γ)		1.297	(12.747)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	10	2.246	14.993
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	10	3.543	2.246

ΠΕΙΡΑΙΩΣ REAL ESTATE Α.Ε.

Συνολικά οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες της χρήσης από 1 Ιανουαρίου 2015 μέχρι 31 Δεκεμβρίου 2015 (βραχυπρόθεσμα βότανα του κ.κ.2190, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενοποιημένα και μη, κατά το Δ.Π.Χ.Α.)

Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες που βασίζονται από τις οικονομικές καταστάσεις ενοποιημένες με τις ενοποιημένες για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της ΠΕΙΡΑΙΩΣ REAL ESTATE Α.Ε. Συναρτάσεις ενοποιημένες στον ισολογισμό των προβλέψεων σε οποιαδήποτε είδος σταθμικά στοιχεία ή άλλου συνολικού με την εταιρεία να αναφέρεται στη δικαιοσύνη στο βότανο www.piraeus.gr στον ισολογισμό οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καθώς και η έκθεση ετήσιου του ορκωτού ελεγκτή λογιστή

Διεύθυνση Είδος Εταιρείας: Αριθμός Τ.Σ.ΜΗ. Αριθμός Μητρώου Ανακριτών Εταιρειών Αριθμός Εποπτείας ΑΑΕΓΓ Ημερομηνία έκδοσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων (στην η οποία αναφέρονται τα στοιχεία σταθμικά) Ορκωτός ελεγκτής Βλαπτική εταιρεία Τύπος έκδοσης ετήσιου ισολογισμού Διεύθυνση δικαιοσύνης	6Α Βουλιάδων 19, Αθήνα 4122021030 27170074000041 Πειραιώς Αττικής 30 Μαΐου 2016 Δημόσιος Λογιστής PRAKTIKA TRAFIKOS OIKONOMIKOS A.E. Με σύμφωνη γνώμη www.piraeus.gr	Σύνθεση Δ.Σ.:	Ταχιδάκης Απόστολος Γεώργιος Παπαδόπουλος Γεώργιος, Αντιπρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος Παυλίδης Κωνσταντίνος, Αντιπρόεδρος Παυλοκλάδης Δημήτριος, Μέλος Αυθιόπουλος Γεώργιος, Μέλος Μησιώλης Ιωάννης, Μέλος Σταματούλης Αργυρίου, Μέλος Μήγγας Γεώργιος, Μέλος
--	--	---------------	---

1.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ		(Ποσό εκφρασμένο σε €)		1.4 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΠΟΘΩΝ ΧΡΗΣΗΣ		(Ποσό εκφρασμένο σε €)	
	31.12.2015	31.12.2014		01.01. - 31.12.2015	01.01. - 31.12.2014		
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑ							
Πόσιμα στοιχεία ενεργητικά	3.079.676,37	1.579.899,59					
Απαιτήσεις από πλάστιγγ	965.213,53	1.670.190,53					
Λοιπά στοιχεία ενεργητικά	9.515.670,69	9.277.029,71					
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΩΝ	13.560.560,59	12.527.119,83					
ΠΑΘΗΤΙΚΑ							
Μεταφορμήσεις υποχρεώσεων	194.487,93	287.987,93					
Επιχορηγήσεις τραπεζικών υποχρεώσεων	3.420.000,00	3.420.000,00					
Λοιπά χρηματοοικονομικά υποχρεώματα	1.026.800,39	1.854.559,89					
Σύνολο υποχρεώσεων	4.641.288,32	5.562.547,82					
Μετοχές κεφάλαιου	2.094.950,00	2.094.950,00					
Λοιπά στοιχεία παθητικής θέσης	6.800.347,69	5.385.599,21					
Σύνολο παθητικής θέσης	8.935.297,69	7.480.549,21					
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ	13.576.586,01	12.043.097,03					
1.2 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΒΕΒΑΙΩΜΑΤΟΣ							
	01.01. - 31.12.2015	01.01. - 31.12.2014					
Σύνολο κύκλου εργασιών	5.060.737,33	7.606.796,49					
Μέσο Κέρδη / (Ζημιό)	3.187.806,60	4.824.187,20					
Κέρδη / (Ζημιό) προ φόρων, χρηματοοικονομικών, αποδοτικών απομειωμένων και αποδοτικών	1.873.377,47	2.845.726,30					
Κέρδη / (Ζημιό) προ φόρων, χρηματοοικονομικών και αποδοτικών απομειωμένων	1.871.154,17	2.807.777,92					
Κέρδη / (Ζημιό) προ φόρων	2.060.783,63	2.859.671,45					
Μείον φόροι	(276.213,81)	(306.625,05)					
Κέρδη / (Ζημιό) μετά από φόρους (Α)	1.424.279,82	2.049.446,89					
Λοιπά Σύνολο μετά από φόρους (Β)	9.960,45	(12.950,17)					
Επισημασμένα Σύνολο μετά από φόρους (Α+Β)	1.434.240,27	2.036.496,72					
Κέρδη / (Ζημιό) μετά από φόρους ανά μετοχή - (κατά το Ευρώ)	1,96	2,87					
Προτιμώμενο μέρισμα ανά μετοχή (σε €)	-	-					
1.3 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΧΡΗΣΗΣ							
	31.12.2015	31.12.2014					
Καθαρά Κέρδη Ανεφοδιστής χρήσεως (01.01.2015 και 01.01.2014 αντίστοιχα)	7.480.549,82	5.424.652,59					
Κέρδη μετά από φόρους	1.424.279,82	2.049.446,89					
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιό) καθαρών προσαρτημένων πράξεων (μετά φόρων)	9.960,45	(12.950,17)					
Καθαρά Κέρδη Αξίας Χρήσεως (01.12.2015 και 31.12.2014 αντίστοιχα)	8.965.299,69	7.480.549,32					
ΑΠΟΤΥΠΩΣΕΙΣ ΤΟΥ Δ.Σ.	Αθήνα, 30 Μαΐου 2016						
Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.	Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ	Για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ ACT SERVICES Α.Ε. Ο ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΑΚΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ					Ποσό σε Ευρώ
ΑΠΟΣΤΟΛΕΣ ΤΑΜΒΑΚΑΚΗΣ Α.Δ.Τ. ΑΚ 02948	ΓΡΩΡΙΟΣ ΠΑΠΑΔΑΝΟΥ Α.Δ.Τ. ΑΚ 042158	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΚΑΤΖΑΚΗΣ Α.Δ.Τ. ΑΚ 879135 ΑΡΑΡΑΣΣΑΣ ΟΙΚ 99482-ΤΑΧΩΣ					α) Πυλάριος οφείλων και υπερωρών
							2.146.487,23
							β) Λογικά οφείλων και υπερωρών
							(445.064,59)
							γ) Απαιτήσεις
							4.820.787,08
							δ) Υποχρεώσεις
							(5.453.531,56)
							ε) Συναλλαγές και οφείλες δικαιοδοτικών στοιχείων και μελών της Διοικήσεως
							216.000,00
							στ) Απαιτήσεις από δικαιοδοτικά στοιχεία και μέλη της Διοικήσεως
							-
							ζ) Υποχρεώσεις προς τα δικαιοδοτικά στοιχεία και μέλη της Διοικήσεως
							-

1. Έχουν τηρηθεί οι λογιστικές αρχές που εκθέτει η Εταιρεία βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) και οι οποίοι δεν είναι μεταβλητές οι αρχές με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 2014.
2. Ανάλυση για τις ανάγκες χρήσεως της Εταιρείας παρατίθενται στη Σημείωση 21 των οικονομικών καταστάσεων.
3. Οι οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας παρατίθενται με τη μέθοδο της αμετάβλητης εκτίμησης της ενοποιημένης οικονομικής καταστάσεως της εταιρείας ΠΡΑΚΤΙΚΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. με έδρα την Ελλάδα και μεσοπρόθεσμα 100,00% στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας.
4. Επί των οικονομικών της Εταιρείας δεν υπάρχουν κερδοφόρα βότανα.
5. Δεν υπάρχουν στοιχεία από την Εταιρεία από κοινής επιθυμίας υποχρεώσεων λόγω διακοσίμων την 31.12.2015 που θα σταθμίζονταν σχετικά την οικονομική κατάσταση της.
6. Οι οφείλες των υποχρεωμένων προσωπικών την 31.12.2015 είναι 26 άτομα έναντι 29 ατόμων την 31.12.2014.
7. Τα ποσά των οφείλων και των κέρδων της Εταιρείας από 01.01. - 31.12.2015 και τα αποτελέσματα των στοιχείων και των υποχρεώσεων στις 31.12.2015 που προκύπτουν από συναλλαγές με συνδεδεμένες εταιρείες (εταρείες που είναι μέλη του ΠΡΑΚΤΙΚΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.) και μέλη της Διοικήσεως είναι ως εξής: