

Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας

Δρ. Αριστοτέλης Καρυτινός*

1. Εισαγωγή

Σκοπός της εισήγησης που ακολουθεί είναι να δώσει μια συνοπτική αλλά περιεκτική εικόνα των βασικών κανόνων που διέπουν τη λειτουργία των Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία – έτσι λέγονται στην Ελλάδα τα Real Estate Investment Trusts (REITs), όπως ονομάζονται κυρίως στη Βόρειο Αμερική ή οι Real Estate Investment Companies (REICs), όπως ονομάζονται στην Ευρώπη.

Η εισήγηση έχει την παρακάτω δομή. Στη δεύτερη ενότητα παρατίθενται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των επενδύσεων αυτής της μορφής. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού στην Ελλάδα. Στην τέταρτη ενότητα δίδεται μια εικόνα των βασικών ποσοτικών χαρακτηριστικών, τόσο σε συνολικό επίπεδο αγοράς όσο και σε επίπεδο εταιριών που λειτουργούν στην Ευρώπη και στην Ελλάδα. Στην πέμπτη ενότητα γίνεται αναφορά των συνεπειών της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά και στην παγκόσμια αγορά του real estate. Στην έκτη ενότητα γίνεται αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο προώθησης πανευρωπαϊκών REITs και γίνεται παρουσίαση των διαφορών του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των REITs σε όλες τις μεγάλες αγορές που δραστηριοποιούνται. Η εισήγηση ολοκληρώνεται με την έβδομη ενότητα, όπου παρατίθενται τα συμπεράσματα της μελέτης.

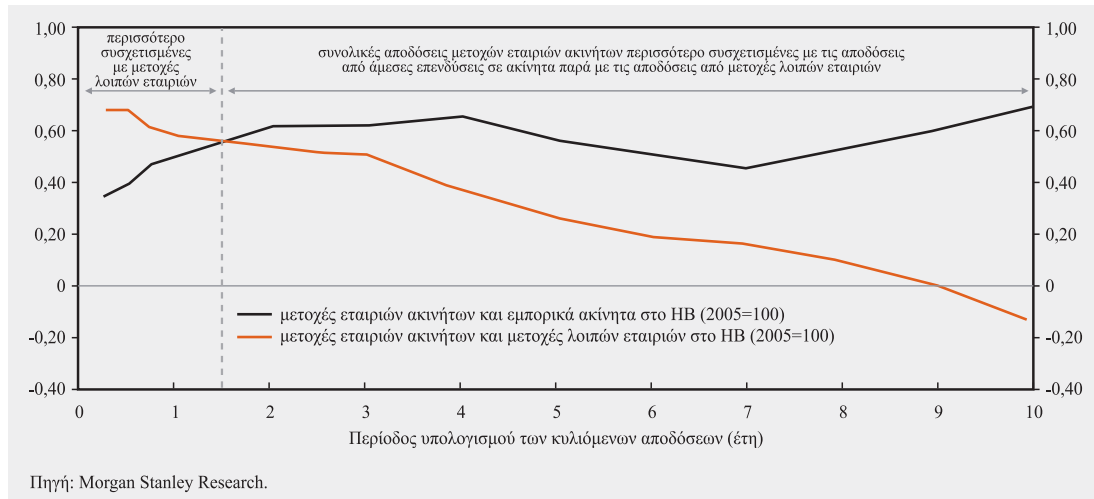
2. Τι είναι τα REITs; – πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα

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

Μια επένδυση σε μετοχές REIT έχει από πλευράς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου όλα τα πλεονεκτήματα που έχουν οι τοποθετήσεις σε λοιπές εταιρίες ακινήτων και οι άμεσες επενδύ-

* Γενικός Διευθυντής Ακίνητης Περιουσίας, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος.

Διάγραμμα 1 Οι μετοχές εταιριών ακινήτων συμπεριφέρονται ως ακίνητα ή ως μετοχές;



σεις σε ακίνητα. Όπως έδειξε μια πρόσφατη μελέτη της Morgan Stanley (βλ. Διάγραμμα 1), στην οποία χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για μια περίοδο 23 ετών, υπάρχει υψηλή συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών εταιριών ακινήτων με τις αποδόσεις από άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα για περιόδους μεγαλύτερες του 1,5 έτους. Αντίθετα, η συσχέτιση μετοχών εταιριών ακινήτων με τις λοιπές μετοχές εμφανίζεται χαμηλή και φθίνουσα με την πάροδο του χρόνου για περιόδους άνω του 1,5 έτους. Δηλαδή οι μετοχές εταιριών ακινήτων (συμπεριλαμβανομένων των REITs) μεσομακροπρόθεσμα συμπεριφέρονται ως άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και παρέχουν δυνατότητα διαφοροποίησης έναντι των λοιπών μετοχών σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Επιπλέον όμως μια επένδυση σε REITs έχει σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι μιας άμεσης επένδυσης σε ακίνητα. Πιο αναλυτικά, τα REITs χαρακτηρίζονται από αυξημένη ρευστότητα σε σχέση με μια άμεση επένδυση σε ακίνητα που εμφανίζει περιορισμένη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης, και αυτό γιατί στην περίπτωση των REITs ο επενδυτής κατέχει μετοχές εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Εκτός αυτού, τα REITs κατέχουν χαρτοφυλάκια τα οποία περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό και μεγάλο μέγεθος ακινήτων, με αποτέλεσμα τη δυνατότητα διαφοροποίησης των επενδύσεων (diversification) μέσω της βελτίωσης της γεωγραφικής ή/και κλαδικής διασποράς. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές σε μετοχές REITs επωφελούνται από τη διαφοροποίηση που κάνουν τα ίδια τα REITs στο χαρτοφυλάκιο τους.

Επίσης, βασικό χαρακτηριστικό όλων των REITs είναι η εσωτερική (internal) ή εξωτερική (external) επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους (fund management), που μπορεί να γίνεται εσωτερικά από τα ίδια τα REITs ή εξωτερικά από ειδικούς συνεργάτες. Σε κάθε περίπτωση αυτό γίνεται από εξειδικευμένους επαγγελματίες που έχουν ως

αποκλειστικό μέλημα να διαχειριστούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την περιουσία της εταιρίας, να εντοπίσουν τις καλύτερες επενδύσεις σε ακίνητα, να προβούν σε διασπορά ενδεχόμενων κινδύνων και να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη για τους μετόχους. Φυσικά, αντίστοιχες δυνατότητες δεν υφίστανται όταν κάποιος επενδύει μόνος του σε μεμονωμένα ακίνητα.

Άλλο πλεονέκτημα των REITs είναι το χαμηλό κόστος συναλλαγών. Οι άμεσες αποκτήσεις ακινήτων έχουν συνήθως πολύ μεγαλύτερο κόστος (π.χ. φόρος μεταβίβασης, τέλη συναλλαγών, φόρος υπερτιμήματος, κόστος μεταγραφής, δικηγορικά και συμβολαιογραφικά έξοδα κ.ά.) από αυτό μιας χρηματιστηριακής συναλλαγής για αγοραπωλησία μετοχών.

Τέλος, τα REITs παρέχουν τη δυνατότητα συνεχούς και “αντικειμενικής” αποτίμησης της αξίας της επένδυσης. Το βασικότερο πρόβλημα της αγοράς ακινήτων είναι η έλλειψη μιας κεντρικής συναλλακτικής αγοράς αντίστοιχης με αυτή των μετοχών. Έτσι, μια άμεση επένδυση σε ακίνητα εμπλέκει θέματα εκτιμήσεων από ειδικούς και μη εκτιμητές, με ό,τι αυτό σημαίνει για τη σωστή αποτίμηση της επένδυσης. Αντίθετα, η έμμεση επένδυση σε ακίνητα, μέσω ενός REIT, δίνει τη δυνατότητα να γνωρίζει ο επενδυτής ανά πάσα στιγμή την αποτίμηση της αξίας της επένδυσής του, όπως αυτή διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο, χωρίς την όποια “υποκειμενικότητα” των εκτιμήσεων.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, βασικό γνώρισμα των REITs είναι το ιδιαίτερα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς από το οποίο διέπονται. Οι μειωμένοι φόροι, ιδίως σε μια αγορά που είναι ιδιαίτερα επιβαρυνμένη φορολογικά, σε συνδυασμό με μια πολιτική διανομής μερισμάτων που ξεπερνούν το 85-90% των διανεμόμενων κερδών, δημιουργούν ένα θελκτικό επενδυτικό πλαίσιο.

Τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά των REITs, ορισμένα εκ των οποίων αναφέρθηκαν παραπάνω, αντικατοπτρίζονται και στις ιστορικά καλύτερες αποδόσεις που προσφέρουν συγκριτικά με τις αποδόσεις από άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, αλλά και με αυτές σε κτηματικές εταιρίες που δεν είναι REITs. Όπως προκύπτει από μελέτες για REITs στις ΗΠΑ, για τα οποία υπάρχουν στοιχεία σε βάθος χρόνου, οι σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις είναι καλύτερες από αυτές όλων των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών της αγοράς των ΗΠΑ για περιόδους από 5 έως 20 χρόνια.

Για τα ευρωπαϊκά REITs δεν υπάρχουν προς το παρόν εξειδικευμένοι δείκτες με αντίστοιχα στοιχεία. Οι πλησιέστεροι δείκτες είναι αυτοί του European Public Real Estate Association (EPRA) και περιλαμβάνουν τις κυριότερες εισηγμένες εταιρίες ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, από τις οποίες σημαντικό ποσοστό είναι REITs. Οι δείκτες αυτοί δείχνουν υψηλές συνολικές ετήσιες αποδόσεις (άνω του 22% την τελευταία τριετία) και μερίσματα της τάξεως του 4%. Όπως δε και στην περίπτωση των REITs στις ΗΠΑ, οι αντίστοιχες μελέτες για τις ευρωπαϊκές εισηγμένες Real Estate εταιρίες δείχνουν καλύτερες σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις από αυτές του γενικού δείκτη των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

Ωστόσο, βασικό μειονέκτημα των REITs είναι η έλλειψη άμεσου ελέγχου της διαχείρισης, η οποία υπάρχει στις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και που για πολλούς, συνήθως μη θεσμικούς,

επενδυτές είναι επιθυμητή. Στα μειονεκτήματα των REITs κατατάσσεται και η μεγάλη διακύμανση που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τους, καθώς αυτές επηρεάζονται από τις γενικές τάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές όπου είναι εισηγμένες οι εν λόγω μετοχές. Έτσι, οι αποδόσεις (returns) των REITs, σε σχέση με τις αποδόσεις από τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, έχουν μεγαλύτερη διακύμανση, στοιχείο που μεταφράζεται σε αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο.

3. Ελληνικά REITs

Το θεσμικό πλαίσιο για τα ελληνικά REITs (ονομάζονται ΑΕΕΑΠ – Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία) υφίσταται από το 1999 (Ν. 2778/1999), αλλά είχε πολλές ελλείψεις και προβλήματα και γι' αυτό τροποποιήθηκε το 2002 και το 2007.

Τα κύρια χαρακτηριστικά του θεσμικού πλαισίου των ΑΕΕΑΠ είναι τα εξής:

- Γενικά
 - Εταιρίες κλειστού τύπου με κύριο σκοπό τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία.
 - Το ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου είναι 29,3 εκατ. ευρώ.
- Διαχείριση
 - Εσωτερική ή εξωτερική κατ' αναλογία των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).
- Επενδύσεις σε ακίνητα
 - Το μετοχικό κεφάλαιο σχηματίζεται με εισφορά κατά 80% τουλάχιστον μετρητών και ακινήτων (εμπορικών και βιομηχανικών).
 - Εάν η αρχική εισφορά περιλαμβάνει μόνο μετρητά, θα πρέπει, προ της εισαγωγής στο χρηματιστήριο, να έχει επενδυθεί τουλάχιστον το 50% σε ακίνητα.
- Επενδύσεις σε ακίνητα στο εξωτερικό
 - Ακίνητα σε χώρες του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου¹: επιτρέπονται χωρίς περιορισμούς.
 - Ακίνητα σε λοιπές χώρες (εκτός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου): επιτρέπονται με όριο το 10% του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας.
- Λοιπές επενδύσεις
 - Επιτρέπεται η επένδυση σε κινητές αξίες μέχρι το 10% του ενεργητικού της ΑΕΕΑΠ. Κάθε συμμετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1% του ενεργητικού και, εάν η εταιρία έχει συμμετοχές, αυτές πρέπει να είναι σε τουλάχιστον έξι διαφορετικούς εκδότες. Κάθε συμμετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη.

¹ Περιλαμβάνει τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την Ισλανδία, το Λιχτενστάιν και τη Νορβηγία.

- Επιτρέπεται η κατοχή τουλάχιστον του 90% των μετοχών ανώνυμης εταιρίας με μοναδικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων (SPVs – Special Purpose Vehicles), το σύνολο του πάγιου κεφαλαίου της οποίας είναι επενδεδυμένο σε ακίνητα που εμπίπτουν στις κατηγορίες ακινήτων στις οποίες μπορεί να επενδύσει μια ΑΕΕΑΠ.
- Ανάπτυξη ακινήτων
 - Επιτρέπεται η αποπεράτωση ή η επισκευή ακινήτων εφόσον το κόστος αποπεράτωσης τους δεν υπερβαίνει το 25% της τελικής εμπορικής αξίας μετά την ολοκλήρωση των έργων.
 - Επιτρέπεται η σύναψη προσυμφώνων για την απόκτηση ακινήτων, υπό την προϋπόθεση ότι έχουν συμβατικά διασφαλιστεί ο χρόνος αποπεράτωσης τους, το μέγιστο τίμημά τους, η προκαταβολή τιμήματος, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% του τιμήματος, η ποινική ρήτρα του πωλητή, η οποία δεν μπορεί να υπολείπεται του 150% της προκαταβολής, και η χρησιμοποίησή τους ως επαγγελματικής στέγης ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό εντός 6 μηνών από την απόκτησή τους.
- Δανεισμός
 - Επιτρέπεται έως 50% του ενεργητικού τόσο για την απόκτηση όσο και για την αξιοποίηση ακινήτων.
 - Επιτρέπεται η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) ακινήτων με συνολική αξία έως το 25% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας (μέγιστο 10% των ιδίων κεφαλαίων ανά ακίνητο).
- Μερίσματα
 - Διανομή μερισμάτων συνολικού ύψους τουλάχιστον 35% των καθαρών κερδών ετησίως.
- Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο
 - Υποχρεωτική υποβολή αίτησης εισαγωγής των μετοχών της ΑΕΕΑΠ στο Χρηματιστήριο Αθηνών εντός ενός έτους από την απόκτηση άδειας ΑΕΕΑΠ.
- Φορολογικό καθεστώς
 - Απαλλάσσεται από όλους τους φόρους (συμπεριλαμβανομένου του φόρου αυτόματου υπερτιμήματος) και εισφορές υπέρ τρίτων εκτός από:
 - Φόρο υπεραξίας κατά την εισφορά των ακινήτων (υπό όρους).
 - Φόρο, ο συντελεστής του οποίου ορίζεται σε 10% επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προσαυξημένου κατά μία εκατοστιαία μονάδα. Ο φόρος υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεων, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές, όπως απεικονίζονται στους εξαμηνιαίους πίνακες επενδύσεων.
 - Φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου 1%.

- Λοιπές διατάξεις

- Διασπορά: Μόνο 25% της αξίας του χαρτοφυλακίου ακινήτων μπορεί να επενδυθεί σε ένα και το αυτό ακίνητο.
- Περιορισμοί στις αγοραπωλησίες: Το χαρτοφυλάκιο αποτιμάται κάθε 6 μήνες από το ΣΟΕ – αγοραπωλησίες ακινήτων μπορούν να γίνουν με απόκλιση $\pm 5\%$ από την αποτίμηση του ΣΟΕ.
- Περίοδος διακράτησης ακινήτων: Τα ακίνητα δεν μπορούν να πωληθούν νωρίτερα από ένα έτος από την ημερομηνία απόκτησής τους.

Τα ισχυρά σημεία του ελληνικού θεσμικού πλαισίου έχουν πολλά κοινά στοιχεία με τα αντίστοιχα των REITs διεθνώς (τα βασικά χαρακτηριστικά των οποίων εμφανίζονται πιο κάτω στους Πίνακες 3 και 4) και αναμφίβολα το πιο σημαντικό είναι το φορολογικό τους καθεστώς, ιδίως σε μια χώρα όπου οι φόροι που επιβαρύνουν τα ακίνητα είναι πολλοί και ιδιαίτερα επαχθείς. Στα θετικά πρέπει επίσης να συμπεριληφθεί η ευελιξία στις επενδύσεις εκτός Ελλάδος.

Οι αδυναμίες όμως είναι αρκετές και υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης του θεσμικού πλαισίου. Το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι αυτό που προέκυψε μετά τη θέσπιση του νέου νομοθετικού πλαισίου για τα ακίνητα και συγκεκριμένα η εισαγωγή του ΦΠΑ, που αντικαθιστά πλέον το φόρο μεταβίβασης. Είναι δύσκολο να απαλλαγούν τα ΑΕΕΑΠ από τον ΦΠΑ επειδή ο φόρος αυτός επιβάλλεται σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση, οπότε για την απαλλαγή των ΑΕΕΑΠ πρέπει να υπάρχει ανάλογη έγκριση. Φυσικά, υπάρχουν και εναλλακτικές λύσεις που έχουν εφαρμοστεί σε άλλες χώρες, όπως η επιβολή ΦΠΑ και στις εμπορικές μισθώσεις, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα συμψηφισμού του. Παράλληλα, γίνεται προσπάθεια, κυρίως στη Γερμανία και την Ολλανδία, να μην υπόκεινται σε ΦΠΑ οι αγοραπωλησίες ακινήτων. Σε κάθε περίπτωση, το θέμα εκκρεμεί και η όποια λύση του δεν προβλέπεται να είναι άμεση.

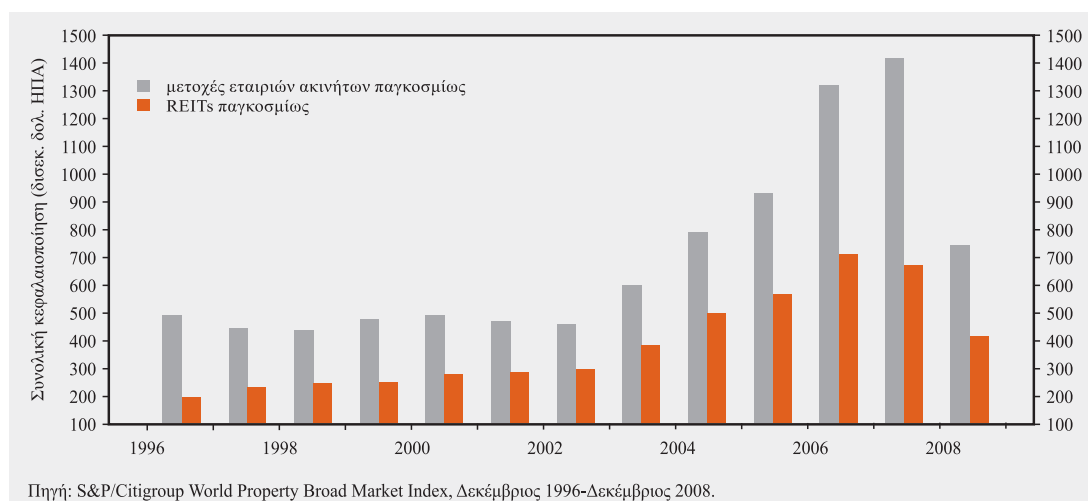
Επιπλέον, μειονέκτημα είναι η μη εφαρμογή της σύμβασης για αποφυγή διπλής φορολόγησης των ΑΕΕΑΠ, με αποτέλεσμα οι θυγατρικές εταιρίες των ΑΕΕΑΠ (τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό) να υπόκεινται σε φορολογία και οι μητρικές εταιρίες (ΑΕΕΑΠ) να φορολογούνται για τη συμμετοχή τους στα SPVs.

Τέλος, άλλη σημαντική αδυναμία είναι οι περιορισμοί στην ανάπτυξη ακινήτων, θέμα όμως που υφίσταται για όλα τα ευρωπαϊκά REITs. Στο ίδιο πλαίσιο εντάσσεται και ο περιορισμός στην εκμετάλλευση εκχωρημένων ακινήτων (concessions) από τα REITs.

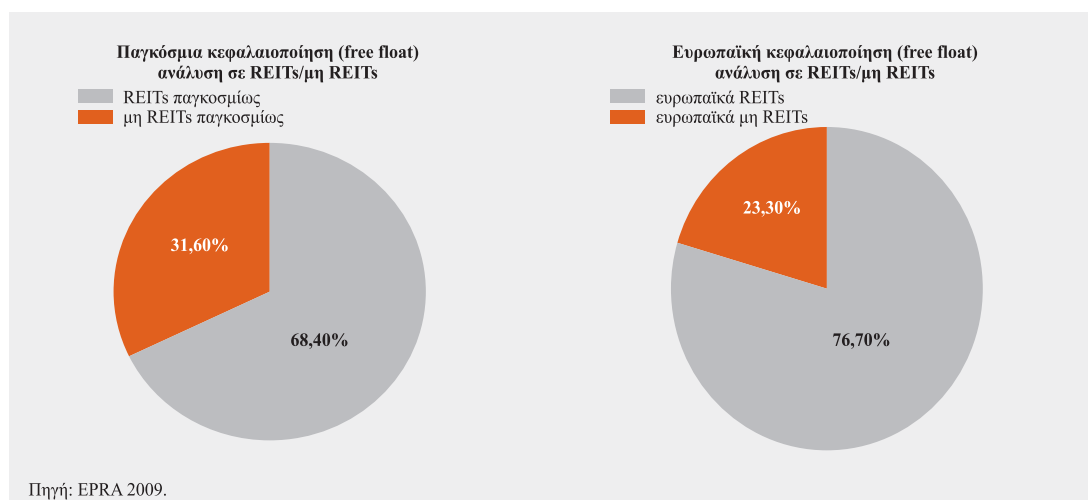
4. Η αγορά των REITs

Στο Διάγραμμα 2 εμφανίζεται η ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς εισηγμένων εταιριών ακινήτων και REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας (market capitalisation). Το 1996 τα REITs αντιπροσώπευαν το 24% περίπου της αξίας των εισηγμένων εταιριών ακινήτων, ενώ στα τέλη του 2007 η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιριών ακινήτων υπερδιπλασιάστηκε, αλλά η

Διάγραμμα 2 Ετήσια κεφαλαιοποίηση: μετοχές εταιριών ακινήτων και REITs



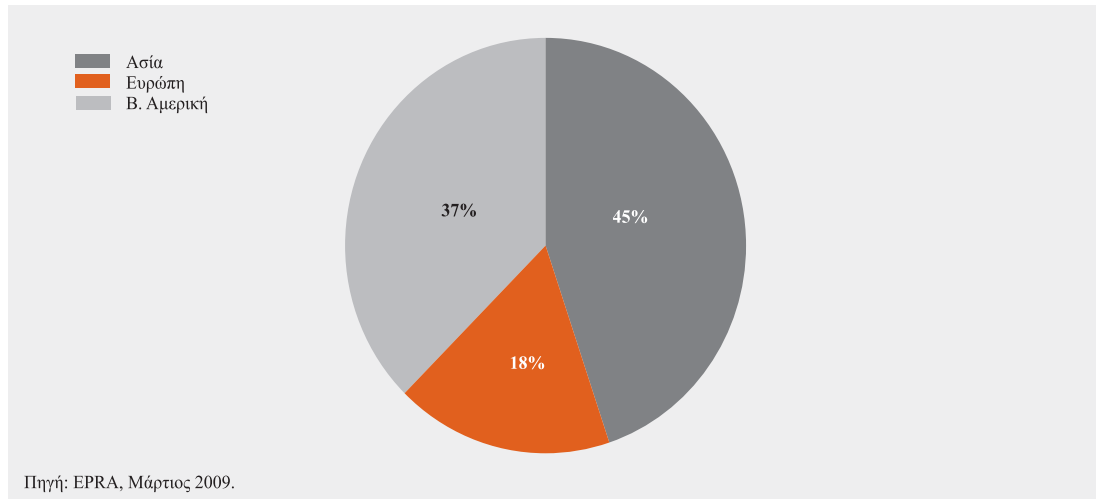
Διάγραμμα 3



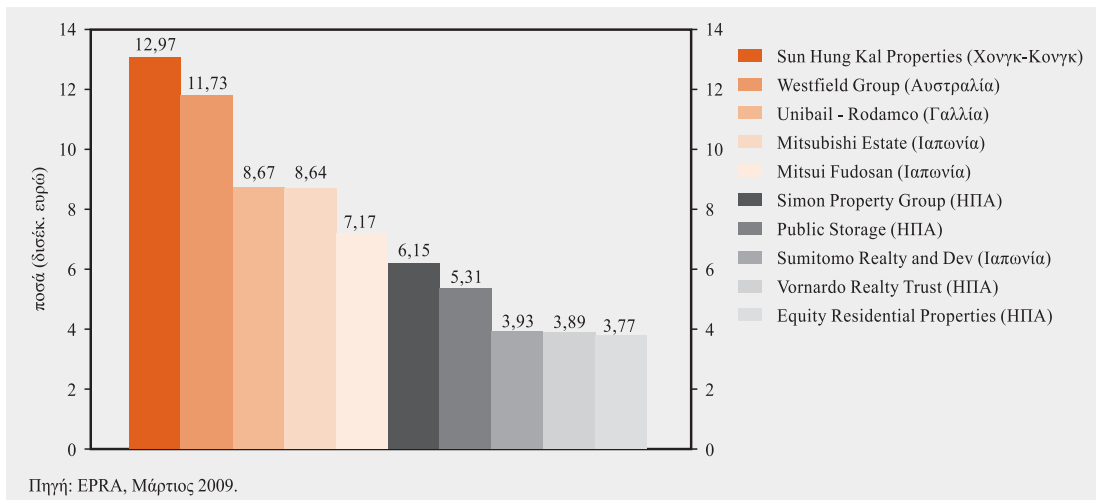
συμμετοχή των REITs σε αυτή αυξήθηκε από 24% σε 43% περίπου. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει την τάση κυριαρχίας των REITs στις επενδυτικές αγορές του real estate παγκοσμίως. Ωστόσο, στα τέλη του 2008 ήταν εμφανή τα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αφού η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιριών ακινήτων μειώθηκε κατά 44% περίπου, φθάνοντας στα επίπεδα του 2004 και η συνολική αγορά των REITs μειώθηκε κατά 43% περίπου. Ωστόσο, η συμμετοχή των REITs στη συνολική αγορά των εισηγμένων εταιριών ακινήτων παραμένει σημαντική και αυξήθηκε από 43% σε 50% περίπου.

Σε όρους χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών που διακρατούνται από το ευρύ επενδυτικό κοινό (αξία free float) (βλ. Διάγραμμα 3), τα REITs αντιστοιχούν στο 68% της παγκόσμιας αγοράς εισηγμένων εταιριών real estate και στο 77% της αντίστοιχης ευρωπαϊκής αγοράς.

Διάγραμμα 4 Παγκόσμια κατανομή της χρηματιστηριακής αξίας των REITs



Διάγραμμα 5 Τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο

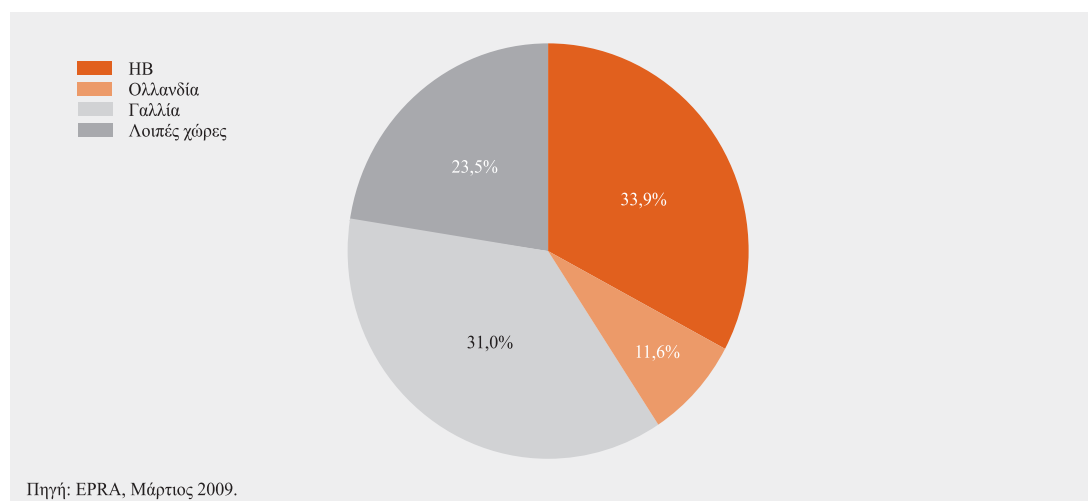


Στο Διάγραμμα 4 εμφανίζεται η παγκόσμια κατανομή των εισηγμένων REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας. Η Ασία κατέχει τη μερίδα του λέοντος, με 45% της παγκόσμιας αγοράς, ακολουθεί η Β. Αμερική με ποσοστό 37% και έπεται η Ευρώπη με ποσοστό 18%.

Το Διάγραμμα 5 εμφανίζει τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο με αποτιμημένη μόνο τη “free float” χρηματιστηριακή αξία τους. Με στοιχεία του Μαρτίου του 2009, το μέσο μέγεθος τους ήταν 7,2 δισεκ. ευρώ, αλλά οι μεγάλες εταιρίες του κλάδου έχουν μέγεθος περίπου διπλάσιο.

Στο Διάγραμμα 6 εμφανίζεται η σημερινή εικόνα της ευρωπαϊκής αγοράς των REITs, όπου το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία και η Ολλανδία κατέχουν μαζί το 76,5% της συνολικής αγοράς και οι λοιπές ευρωπαϊκές χώρες (Ιταλία, Ισπανία, Αυστρία, Ελλάδα, κ.λπ.) κατέχουν το υπόλοιπο 23,5% της συνολικής αγοράς.

Διάγραμμα 6 Κατανομή REITs στην Ευρώπη (Μάρτιος 2009)



Πίνακας 2 Οι αποδόσεις των ελληνικών REITs

Επωνυμία REIT	Χώρα	Συνολική απόδοση (%) για την περίοδο 1.1-31.3.2009	Συνολική απόδοση (%) -1 έτος	Συνολική απόδοση (%) -3 έτη	Μερισματική απόδοση (%) 31.3.09
Unibail - Rodamco	Γαλλία	1,77	-30,23	-6,17	6,66
Land Securities	HB	-45,39	-63,07	-28,23	13,18
British Land	HB	-16,88	-46,54	-24,28	8,47
Corio	Ολλανδία	-5,32	-34,52	-8,11	8,35
Hammerson	HB	-25,69	-60,62	-25,41	7,42
PSP Swiss Property	Ελβετία	-8,92	-24,83	-4,79	5,00
Liberty International	HB	-18,57	-51,53	-22,84	4,24
Klepiere	Γαλλία	-23,66	-61,66	-15,13	9,18
Icade	Γαλλία	-10,40	-43,44	-0,69	6,10
Wereldhave	Ολλανδία	-16,40	-32,60	-10,53	8,83

Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009.

Πίνακας 2 Οι αποδόσεις των ελληνικών REITs

Επωνυμία REIT	Συνολική απόδοση (%) για την περίοδο 1.1-31.3.2009	Συνολική απόδοση (%) -1 έτος	Μερισματική απόδοση (%) 31.3.09
Eurobank Properties AEEAΠ	26,7	-12,8	7,76
Πειραιώς AEEAΠ	37,5	-19,58	9,22

Πηγή: NBG Real Estate.

Τέλος, ο Πίνακας 1 εμφανίζει τα δέκα μεγαλύτερα REITs στην Ευρώπη, με την κυριαρχία των γαλλικών και αγγλικών εταιριών. Οι συνολικές αποδόσεις σε διαφορετικές χρονικές

περιόδους εμφανίζονται αρνητικές, λόγω των δραματικών επιπτώσεων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντίθετα, οι μερισματικές αποδόσεις για τους επενδυτές κυμαίνονται μεταξύ 5% και 9%. Οι αντίστοιχες μερισματικές αποδόσεις των ελληνικών REITs, οι οποίες εμφανίζονται στον Πίνακα 2, ανέρχονται σε 8% και 9% περίπου, ενώ οι συνολικές αποδόσεις από την αρχή του 2009 εμφανίζουν εντυπωσιακή αύξηση (τελευταία στήλη των Πινάκων 1 και 2).

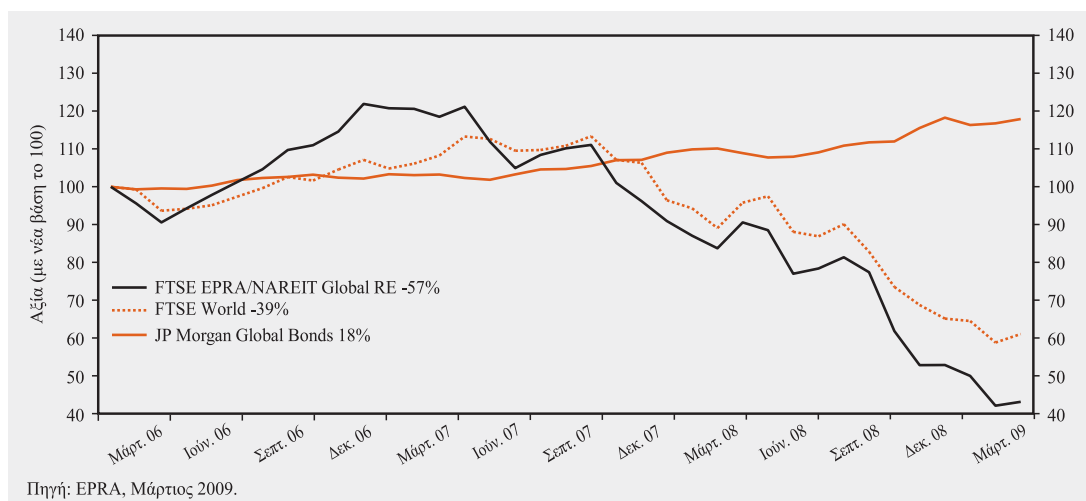
5. Οι συνέπειες της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά και στην παγκόσμια αγορά real estate

Άμεση συνέπεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν η πτώση των τιμών των εμπορικών ακινήτων. Η αγορά εμφανίζεται να είχε προεξοφλήσει αυτήν την πτώση, με αποτέλεσμα μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2009 οι τιμές μετοχών των ΑΕΕΑΠ να έχουν μειωθεί δραστικά –πολύ πάνω από 50% σε σχέση με αυτές στο τέλος του 2007 – και να διαμορφώνονται 40%-50% κάτω από την αποτίμηση της αξίας των ακινήτων τους.

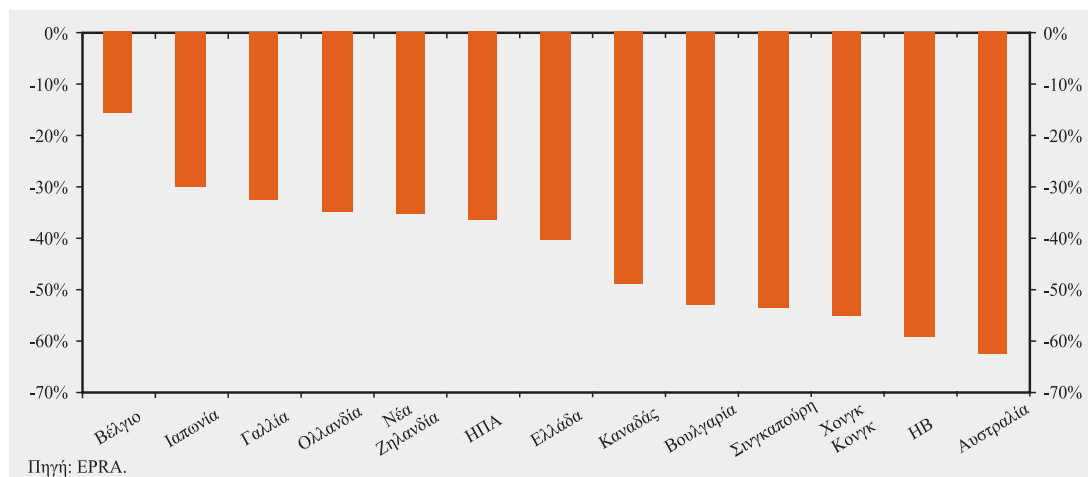
Στο Διάγραμμα 7 εμφανίζονται οι συνολικές αποδόσεις για τρεις κατηγορίες αξιογράφων: τις εισηγμένες μετοχές εταιριών ακίνητης περιουσίας (real estate), τις εισηγμένες μετοχές λοιπών εταιριών και τα ομόλογα. Παρατηρείται λοιπόν ότι σε σχέση με το Μάρτιο του 2006, λόγω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η συνολική απόδοση των εισηγμένων εταιριών real estate μειώθηκε κατά 57%, ενώ η συνολική απόδοση των εισηγμένων λοιπών εταιριών (FTSE world) μειώθηκε κατά 39%. Η μικρότερη πτώση των αποδόσεων σημειώθηκε στην αγορά των ομολόγων (18%).

Στο Διάγραμμα 8 εμφανίζεται η πτώση των συνολικών ετήσιων αποδόσεων των REITs παγκοσμίως στο τέλος του 2008 σε σχέση με το τέλος του 2007. Η μεγαλύτερη μείωση των

Διάγραμμα 7 Συνολικές αποδόσεις: μετοχές ακίνητης περιουσίας, μετοχές λοιπών εταιριών, ομόλογα



Διάγραμμα 8 Ετήσια συνολική απόδοση των REITs παγκοσμίως (Δεκέμβριος 2008 σε σχέση με Δεκέμβριο 2007)



συνολικών αποδόσεων καταγράφηκε στην Αυστραλία (63%) και ακολούθησε το Ηνωμένο Βασίλειο με 59%. Οι συνολικές ετήσιες αποδόσεις των αμερικανικών REITs σημείωσαν πτώση 36%, ενώ οι συνολικές ετήσιες αποδόσεις των ελληνικών REITs σημείωσαν πτώση 40%.

6. Θεσμικό πλαίσιο προώθησης πανευρωπαϊκών REITs

Η υιοθέτηση του θεσμού των REITs από πολλές ευρωπαϊκές χώρες και οι αυξανόμενες δια-συνοριακές επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία έχουν παράλληλα αναδείξει την ύπαρξη πολλών περιορισμών στην υφιστάμενη νομοθεσία, καθώς και την ανάγκη επίλυσης αυτών σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Τέτοια παραδείγματα είναι οι περιορισμοί στη δυνατότητα των REITs να

Πίνακας 3 Διαφορές θεσμικού πλαισίου στην Ευρώπη

	Ευρώπη					
	Ελλάδα	Ολλανδία	Γαλλία	ΗΒ	Γερμανία	
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Εμπορικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά ακίνητα
Ανάπτυξη	25%	ΝΑΙ (μέσω θυγατρικής) χωρίς άλλους περιορισμούς	Επιτρέπεται. Μόνος περιορισμός είναι η κατοχή του ακινήτου για τουλάχιστον 5 έτη.	20%	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (όχι για τρίτα μέρη)	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (για τρίτα μέρη με περιορισμούς)
Όριο δανεισμού	50% επί του ενεργητικού	60% των επενδύσεων σε ακίνητα + 20% του λοιπού ενεργητικού	65% επί του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	(κέρδη+τόκοι)/τόκοι > 2,5 Επιτρέπεται και επιπλέον δανεισμός με φόρο 30%.	60% επί του ενεργητικού

Πηγές: EPRA και NRG Real Estate.

Πίνακας 4 Διαφορές θεσμικού πλαισίου σε Β. Αμερική, Ασία και Αυστραλία

	Β. Αμερική		Ασία			Αυστραλία
	ΗΠΑ	Καναδάς	Σιγκαπούρη	Χονγκ Κονγκ	Ιαπωνία	
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα
Ανάπτυξη	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (όχι για τρίτα μέρη)	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (όχι για τρίτα μέρη)	10%	ΟΧΙ	50%	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (για τρίτα μέρη με περιορισμούς)
Όριο δανεισμού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς	35% επί του ενεργητικού	35% επί του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς

Πηγές: EPRA και NBS Real Estate.

κατέχουν ακίνητα σε χώρα διαφορετική από την έδρα τους ή να χαίρουν φορολογικών πλεονεκτημάτων για τέτοια ακίνητα, καθώς και περιορισμοί σχετικά με το μέγεθος της συμμετοχής που μπορούν να κατέχουν επενδυτές σε REITs με έδρα άλλη χώρα-μέλος της ΕΕ.

Για την επίλυση των παραπάνω μειονεκτημάτων, εξετάζεται η προώθηση ενός θεσμικού πλαισίου για πανευρωπαϊκά REITs, τα οποία, ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία επενδύουν ή ανεξάρτητα από την έδρα τους, θα υπόκεινται στους ίδιους φορολογικούς κανόνες και θα χαίρουν των ίδιων φορολογικών πλεονεκτημάτων.

Με την εφαρμογή του προαναφερθέντος θεσμικού πλαισίου θα διευκολυνθούν οι διασυνοριακές επενδύσεις (εντός Ευρώπης), με αποτέλεσμα την αύξηση του μεγέθους των ευρωπαϊκών REITs, την αύξηση του ανταγωνισμού και τη δημιουργία μεγαλύτερων περιθωρίων στις οικονομίες κλίμακας. Με τον τρόπο αυτό η Ευρώπη ως σύνολο θα έχει τη δυνατότητα να ανταγωνιστεί περισσότερο αποτελεσματικά άλλες παγκόσμιες αγορές.

Δυσκολίες αντιμετωπίζονται στην εφαρμογή ενός πανευρωπαϊκού θεσμικού πλαισίου λόγω των διαφορετικών προσεγγίσεων από τις κυβερνήσεις των χωρών-μελών της ΕΕ. Στον Πίνακα 3 εμφανίζονται παραδείγματα τέτοιας αντιμετώπισης, όπως η δυνατότητα επένδυσης των REITs σε οικιστικά ακίνητα (Φινλανδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ολλανδία, σε αντιδιαστολή με Ελλάδα, Γερμανία, Βέλγιο), η δυνατότητα ανάπτυξης ακινήτων από τα REITs χωρίς περιορισμούς (Ολλανδία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο) ή με περιορισμούς (Ελλάδα, Γαλλία), καθώς και το ποσοστό δανεισμού.

Αντίστοιχη παρουσίαση εμφανίζεται στον Πίνακα 4 για τις χώρες στη Βόρειο Αμερική, στην Ασία και την Αυστραλία.

7. Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας όσα προαναφέρθηκαν για το θεσμό των REITs στην Ελλάδα και διεθνώς, μπορούμε να αναφέρουμε ότι ο θεσμός των REITs αποκτά σταδιακά όλο και μεγαλύτερη βαρύ-

τητα στη διεθνή επενδυτική αγορά των εταιριών ακίνητης περιουσίας (real estate) και αναμένεται να αποτελέσει το κύριο όχημα επενδύσεων στο συγκεκριμένο τομέα.

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

Σημαντική ανάπτυξη αναμένεται να έχει ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ και στη χώρα μας και, παρά τα γνωστά προβλήματα στη διεθνή οικονομία, υπάρχει κάθε λόγος να αποτελεί αυτός μια αξιόλογη μορφή επένδυσης τόσο για τους ιδιώτες μικροεπενδυτές όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές, εγχώριους και ξένους.

Στη σημερινή δύσκολη συγκυρία, η διαπραγμάτευση των μετοχών των υφιστάμενων ΑΕΕΑΠ γίνεται με έκπτωση (discount) της τάξεως του 50% σε σχέση με την αξία των ακινήτων τους. Όμως οι μετοχές των ΑΕΕΑΠ έδειξαν μια αξιοσημείωτη αντοχή στην πτώση τους την περίοδο της κρίσης. Ενδεικτικά, η μέση τιμή των υφιστάμενων ΑΕΕΑΠ είναι μειωμένη κατά περίπου 20% σε σχέση με τη μέση τιμή στις 31 Δεκεμβρίου 2007 (περίοδο πριν από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης).

Με δεδομένο το ενδιαφέρον που έχουν επιδείξει για τη δημιουργία ΑΕΕΑΠ μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, πολλοί από τους οποίους διαθέτουν σήμερα σημαντική ακίνητη περιουσία, είναι προφανές ότι η ανάπτυξη των ΑΕΕΑΠ θα δημιουργήσει τον κύριο κορμό θεσμικών επενδυτών ακινήτων στην Ελλάδα και θα καθορίσει αποφασιστικά το μέλλον και την ανάπτυξη της κτηματαγοράς.

Βιβλιογραφία

AME Capital, Real Estate Securities Funds, New Research and Database Analysis from AME Capital (2008), AME Capital Ltd, Ιανουάριος.

Block, L. R. (2006), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*, third edition, Bloomberg Press, Princeton, NJ., USA.

Dijkman, M. and A. Schiller (2008), *Europe Real Estate Yearbook 2008*, Europe Real Estate Publishers BV.

EPRA (2008α), *Global Real Estate Survey: a comparison of the major REIT regimes in the world*, European Real Estate Association.

EPRA (2008β), *Annual Market Review*, Δεκέμβριος 2008, European Real Estate Association.

EPRA (2009α), *EPRA News*, 29, Μάρτιος, European Real Estate Association.

EPRA (2009β), *Monthly Statistical Bulletin*, Μάρτιος 2009, European Real Estate Association.

EPRA (2009γ), *Monthly Market Review*, Μάρτιος 2009, European Real Estate Association.

Karytinis, A. (2003), “*Investment products for Real Estate other than PPP in Greece and Europe*”, παρουσίαση στο συνέδριο Euromoney, Αθήνα, Νοέμβριος.

Kensington Investment Group (2006), *Globalization of REITs*, KIG Investment Research.

Mullaney, J.A. (1997), *REITs: building profits with real estate investment trusts*, John Wiley & Sons Ltd.

Watson, J. (2006), “*The relative merits of REITs versus other tax efficient vehicles*”, παρουσίαση στο Euromoney Global REITs Conference, Λονδίνο.

Whiting, D. (2007), *Playing the REITs game: Investing in Real Estate Investment Trusts*, John Wiley & Sons Ltd.