



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ
ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ: ΣΥΣΤΑΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΝΩΝΥΜΩΝ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ**



ΒΛΑΣΑΚΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

Α.Μ: 8506

ΕΞΑΜΗΝΟ: ΠΤΣΤ

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΓΩΝΙΑΝΑΚΗΣ

ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2014**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	5
---------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΤΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

1.1 Η έννοια της επένδυσης.....	7
1.2 Άμεση και έμμεση επένδυση.....	8
1.3 Χαμηλός και υψηλός κίνδυνος επένδυσης.....	10
1.4 Βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις.....	11
1.5 Η οικονομική σημασία και τα οφέλη της επενδυτικής.....	11
1.6 Βήματα στην επενδυτική.....	13
1.7 Καθορισμός μιας ικανοποιητικής επένδυσης.....	16
1.8 Η απόφαση της επένδυσης υπό βέβαιο μέλλον.....	17
1.9 Η απόφαση της επένδυσης υπό αβέβαιο μέλλον.....	19
1.9.1 Αβεβαιότητα και κίνδυνος.....	19
1.9.2 Η αβεβαιότητα που συνδέεται με τη ζωή των επιχειρήσεων.....	19
1.9.3 Η έννοια του κινδύνου ενός επενδυτικού έργου.....	22
1.9.4 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες του κινδύνου ενός επενδυτικού έργου.....	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

2.1 Η έννοια των ακινήτων.....	24
2.1.1 Ακίνητη περιουσία, άλλες απτές επενδύσεις και πληθωρισμός.....	25
2.2 Επενδυτικοί στόχοι.....	26
2.3 Ανάλυση των σημαντικών χαρακτηριστικών επένδυσης ακινήτων.....	27
2.4 Καθοριστικοί παράγοντες της αξίας των ακινήτων.....	28
2.5 Διαχείριση Ακινήτων.....	32
2.6 Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα.....	35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

3.1 Τα βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.....	36
3.2 Ιστορική εξέλιξη των Α.Ε.Ε.Α.Π.....	41
3.3 REITs - Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της επένδυσης.....	43
3.4 Σύσταση - Σκοπός Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.....	46
3.5 Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί η Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.....	51
3.6 Εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας σε οργανωμένη αγορά.....	52
3.7 Αποτίμηση της αξίας των επενδυτικών δραστηριοτήτων των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.....	53
3.8 Θεματοφύλακας – Κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.....	54
3.9 Εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων.....	54
3.10 Δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις.....	55
3.11 Διανομή κερδών.....	56
3.12 Αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.....	56
3.13 Απαγόρευση μεταβίβασης ακινήτου ή δικαιώματος επί ακινήτου της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας σε συγκεκριμένα πρόσωπα.....	57
3.14 Εποπτεία – Κυρώσεις.....	58

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

4.1 Στόχοι και αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	61
4.2 Οργανωτική Δομή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	64
4.3 Θεσμικό πλαίσιο και εποπτεία ελληνικής κεφαλαιαγοράς.....	66
4.4 Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	68

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΤΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΤΩΝ Α.Ε.Ε.Α.Π. ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΕΛΚΥΣΗ ΞΕΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

5.1 Το νέο φορολογικό καθεστώς των Α.Ε.Ε.Α.Π.....	71
5.1.1 Φόρος εισοδήματος.....	71
5.1.2 Φόρος μεταβίβασης ακινήτων.....	72
5.1.3 Φορολογία κεφαλαίου.....	72
5.2 Επιλεκτικός σχολιασμός των νομοθετικών αλλαγών.....	73
5.3 Η προσέλκυση ξένων επενδυτών.....	75
5.4 Τι βλέπουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π. για την αγορά ακινήτων.....	79
5.5 Ακίνητη περιουσία & οικονομία το 2020.....	83
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	90
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	93
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	94
ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ.....	95

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία έχει ως κύριο στόχο να παρουσιάσει, με αφορμή όλες τις αναφορές που θα γίνουν, μια σύντομη σχετικά περιγραφή του θεσμού της ακίνητης περιουσίας, με κεντρικό σημείο αναφοράς, τις Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής τους στη συνεχώς εξελισσόμενη αγορά. Η καθαρή επίδραση της μειωμένης χρηματοδότησης θα συνείσφερε στη γενική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η διαθεσιμότητα κεφαλαίων στα κατάλληλα άτομα είναι απαραίτητη για να αναπτυχθεί και να ευημερήσει η οικονομία.

Αρχικά στο πρώτο κεφάλαιο, θα γίνει αναφορά του γενικότερου περιβάλλοντος των επενδύσεων, της οικονομικής σημασίας και των οφελών που έχουν οι επενδύσεις στην σημερινή συγκυρία, καθώς και παρουσίαση των βημάτων με τα οποία πραγματοποιείται μια επένδυση. Θα εξεταστεί ο καθορισμός μιας ικανοποιητικής επένδυσης καθώς και η απόφαση της επένδυσης υπό βέβαιο μέλλον. Όμως η αβεβαιότητα που διακρίνει το σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον δημιουργεί κάποιους κινδύνους αποτυχίας των επενδύσεων. Έτσι λοιπόν θα προσεγγιστεί και η απόφαση της επένδυσης υπό αβέβαιο μέλλον.

Στη συνέχεια στο δεύτερο κεφάλαιο, θα δοθεί μια γενική εικόνα της έννοιας των ακινήτων και θα εξεταστούν οι επενδυτικοί στόχοι, τα σημαντικά χαρακτηριστικά επένδυσης ακινήτων και ο καθορισμός της αξίας των ακινήτων. Επιπρόσθετα, θα αναλυθεί η έννοια της διαχείρισης ακινήτων η οποία περιλαμβάνει όλες τις απαραίτητες λήψεις αποφάσεων και δραστηριότητες που πρέπει να γίνουν, έτσι ώστε να διατηρηθεί ή να επαυξηθεί η αξία του ακινήτου. Ταυτόχρονα θα αναφερθούν και οι κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα.

Κεντρικό σημείο αναφοράς, όπως αναφέρουμε παραπάνω, αποτελεί το τρίτο κεφάλαιο με τις Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας. Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο, αναφέρεται η σύσταση και ο σκοπός των εταιρειών αυτών καθώς και η ταύτισή τους με τα νέα «χρηματοοικονομικά εργαλεία», τα λεγόμενα Real Estate Investment Trusts (REITs). Παρουσιάζονται επίσης τα βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα, η ιστορική εξέλιξη των εταιρειών αυτών, αλλά και ταυτόχρονα, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της επένδυσης. Αναφέρονται

ακόμα οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί η Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας και η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας αυτής σε οργανωμένη αγορά. Γίνεται μια γενική αναφορά στην αποτίμηση της αξίας των επενδυτικών δραστηριοτήτων και στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, στη διανομή κερδών, στη σύναψη δανείων και στην εποπτεία των Α.Ε.Ε.Α.Π. από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, αναλύονται οι στόχοι και οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και η οργανωτική της δομή. Συγχρόνως δίνεται μια σύντομη ματιά στο θεσμικό πλαίσιο και στην εποπτεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, και τέλος στις δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στο νέο φορολογικό καθεστώς των Α.Ε.Ε.Α.Π. και στην προσέλκυση ξένων επενδυτών. Τέλος, δίνεται μια εικόνα στο τι βλέπουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π. για την αγορά ακινήτων και το πώς θα είναι η ακίνητη περιουσία και η οικονομία το 2020.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΤΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

1.1 Η έννοια της επένδυσης

Σύμφωνα με τον Αλεξανδρίδη (2005, σελ.15), υπάρχουν δύο ορισμοί της επένδυσης, ένας με την «στενή έννοια» του όρου και ένας με την «ευρεία έννοια».

Επένδυση (με την στενή έννοια του όρου) καλείται η δέσμευση κεφαλαίου μιας οικονομικής μονάδας για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, τα οποία προορίζονται να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο σχετικά χρονικό διάστημα και συνδέονται με την ομαλή λειτουργία αυτής.

Κατ'αυτήν την έννοια, ως «επένδυση» νοείται:

1. Η απόκτηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων.
2. Η δημιουργία αποθέματος (πρώτων υλών, ημιεπεξεργασμένων προϊόντων, κλπ.).
3. Η χορήγηση πιστώσεων σε πελάτες.

Επένδυση (με την ευρεία έννοια) καλείται η δέσμευση κεφαλαίου μιας οικονομικής μονάδας για την απόκτηση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων αυτής (παγίων και κυκλοφορούντων), τα οποία συνδέονται με την ομαλή λειτουργία αυτής.

Κατ'αυτήν την έννοια, ως «επένδυση» νοείται:

1. Η δέσμευση κεφαλαίων για την απόκτηση αξιογράφων.
2. Οι τραπεζικές καταθέσεις, εφόσον συνδέονται (πραγματοποιούνται) για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης.

1.2 Άμεση και έμμεση επένδυση

Σύμφωνα με τον Σπύρου (2003, σελ.14-16) δύο είναι οι βασικές μέθοδοι με τις οποίες μπορεί να επιτευχθεί η μεταβίβαση κεφαλαίων από τις ελλειμματικές στις πλεονασματικές μονάδες:

- ✓ Η άμεση επένδυση
- ✓ Η έμμεση επένδυση

Σύμφωνα με την άμεση επένδυση (direct investing) οι επενδυτές αγοράζουν κατευθείαν από μία επιχείρηση, οργανισμό ή το κράτος, τα αξιόγραφα που αυτοί εκδίδουν, χωρίς την παρέμβαση τρίτων. Αντίθετα, σύμφωνα με την έμμεση επένδυση (indirect investing) οι επενδυτές επενδύουν σε έναν διαμεσολαβητικό οργανισμό, π.χ. αγοράζουν τις μετοχές μιας επενδυτικής εταιρείας, η οποία με τη σειρά της έχει επενδύσει σε διάφορα αξιόγραφα.

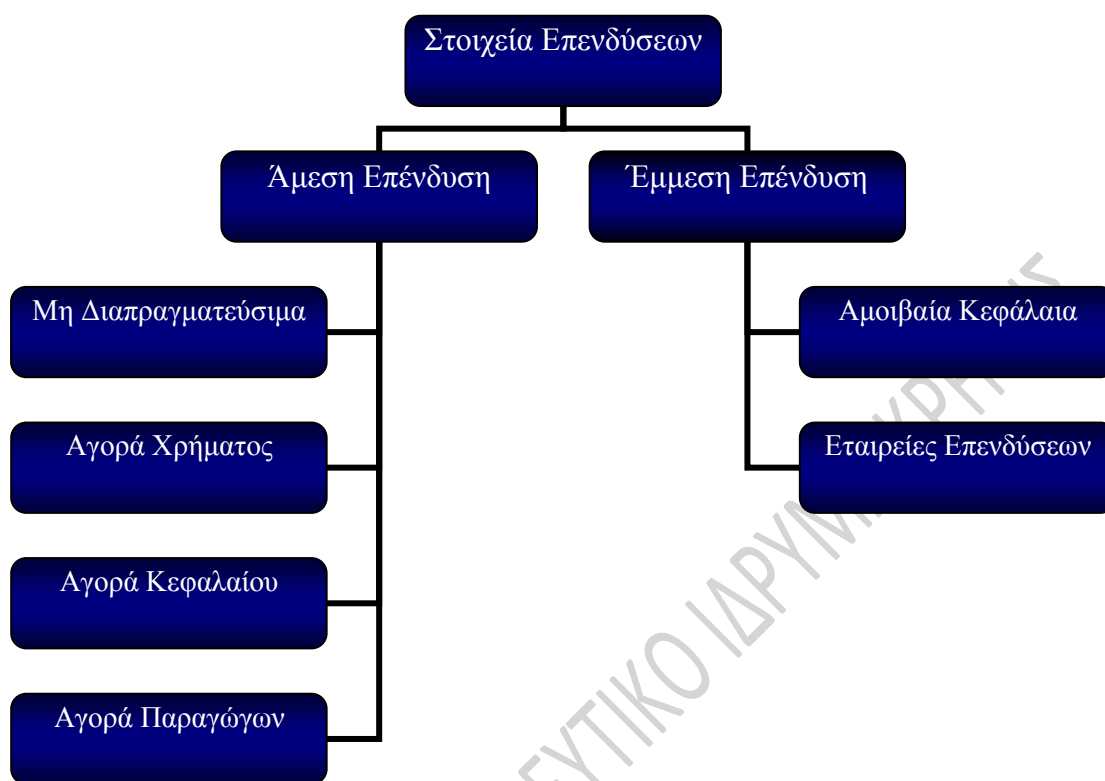
Η άμεση επένδυση σχετίζεται με:

- Μη Διαπραγματεύσιμα Στοιχεία
- Αγορές Χρήματος
- Αγορές Κεφαλαίου
- Αγορές Παραγώγων

Ενώ η έμμεση επένδυση σχετίζεται με:

- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Εταιρείες Επενδύσεων

Το παρακάτω διάγραμμα μας δείχνει ακριβώς την ταξινόμηση των στοιχείων των επενδύσεων:



Ενώ σύμφωνα με τους Gitman & Joehnk (2001, σελ.4) άμεση είναι η επένδυση με την οποία ο επενδυτής αποκτά άμεσα δικαίωμα σε χρεόγραφα ή κυριότητα. Έτσι εάν κανείς αγοράσει μετοχές, ομολογίες, τμήμα ακίνητης περιουσίας ή ένα σπάνιο νόμισμα με σκοπό την απόκτηση εισοδήματος ή τη διατήρηση της αξίας, έχει κάνει άμεση επένδυση. Έμμεση είναι η επένδυση που γίνεται σε χαρτοφυλάκιο, ή σύνολο χρεογράφων ή κυριοτήτων. Μπορεί κανείς να αγοράσει μετοχές αμοιβαίου κεφαλαίου, δηλαδή ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου χρεογράφων, προερχόμενου από πολλές εταιρείες. Με αυτή την πράξη έχει δικαίωμα σε τμήμα ολόκληρου χαρτοφυλακίου και όχι μόνο σε χρεόγραφα μιας μεμονωμένης εταιρείας. Έτσι, παρόλο που οι άμεσες επενδύσεις προτιμούνται από πολλούς επενδυτές, οι έμμεσες έχουν χαρακτηριστικά γνωρίσματα που τις καθιστούν επίσης ελκυστικές.

1.3 Χαμηλός και υψηλός κίνδυνος επένδυσης¹

Οι επενδύσεις διακρίνονται μερικές φορές με βάση τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Σύμφωνα με την δημοσιονομία, ο όρος κίνδυνος (risk) αναφέρεται στην πιθανότητα να είναι η αξία ή η απόδοση του κεφαλαίου της επένδυσης μικρότερη από την αναμενόμενη. Με άλλα λόγια, κίνδυνος είναι η πιθανότητα ανεπιθύμητου αποτελέσματος. Όσο πιο ευρύ είναι το πεδίο των πιθανών τιμών της αξίας ή της απόδοσης του κεφαλαίου της επένδυσης, τόσο αυξάνεται ο κίνδυνος, και το αντίθετο.

Παρόλο που κάθε τύπος επένδυσης ενσωματώνει τον κίνδυνο, το πραγματικό επίπεδο κινδύνου εξαρτάται από τον κάθε τύπο. Για παράδειγμα, πιστεύεται πως οι μετοχές είναι πιο επικίνδυνες από τις ομολογίες. Ωστόσο, δεν είναι δύσκολο να βρεθούν υψηλού κινδύνου ομολογίες που είναι στην πραγματικότητα πιο επικίνδυνες από τις μετοχές μιας οικονομικά σταθερής εταιρείας. Χαμηλού κινδύνου επενδύσεις είναι αυτές που θεωρούνται ασφαλείς σε σχέση με τη λήψη θετικής απόδοσης. Οι υψηλού κινδύνου επενδύσεις θεωρούνται κερδοσκοπικές.

Οι όροι επένδυση και κερδοσκοπία απευθύνονται σε διαφορετικές προσεγγίσεις επένδυσης. Κερδοσκοπία είναι η αγορά επενδυτικών φορέων των οποίων τα επίπεδα των αναμενόμενων κερδών και της μελλοντικής αξίας είναι ιδιαίτερα ευμετάβλητα. Τόσο η επένδυση όσο και η κερδοσκοπία συνεπάγονται την ικανότητα ανάλυσης και μέτρησης του κινδύνου, αλλά διαφέρουν όσον αφορά το μέγεθος αυτού του κινδύνου. Η κερδοσκοπία αποτελεί τον υψηλότερο κίνδυνο της επενδυτικής διαδικασίας, και φυσικά λόγω του μεγαλύτερου κινδύνου, η απόδοση που σχετίζεται με την κερδοσκοπία πρέπει να είναι μεγαλύτερη.

¹ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.5-6

1.4 Βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις²

Η διάρκεια μιας επένδυσης μπορεί να χαρακτηριστεί είτε βραχυπρόθεσμη είτε μακροπρόθεσμη. Βραχυπρόθεσμες επενδύσεις είναι αυτές που λήγουν το αργότερο μέσα σε ένα έτος, ενώ μακροπρόθεσμες είναι αυτές που λήγουν μετά από χρονική περίοδο μεγαλύτερη του ενός έτους ή που δεν έχουν καθόλου λήξη, όπως οι κοινές μετοχές. Αγοράζοντας μια μακροπρόθεσμη επένδυση και πουλώντας την μετά από μια σύντομη χρονική περίοδο (π.χ. 6 μήνες), ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα μακροπρόθεσμο φορέα για να επιτύχει έναν βραχυπρόθεσμο στόχο. Η ταξινόμηση σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις μπορεί να είναι επίσης χρήσιμη για φορολογικούς σκοπούς. Υπό τις παρούσες συνθήκες, οι φορολογικοί νόμοι καθορίζουν τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κέρδη (ή τις ζημιές) με παρόμοιο τρόπο, δηλαδή βραχυπρόθεσμα είναι αυτά με διάρκεια ενός έτους ή λιγότερο και μακροπρόθεσμα αυτά με διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους.

1.5 Η οικονομική σημασία και τα οφέλη της επενδυτικής³

Οι επενδύσεις είναι ένας τρόπος για την παραγωγή θετικού εισοδήματος και (ή) την διατήρηση και αύξηση της αξίας. Έτσι λοιπόν, η διαδικασία τοποθέτησης κεφαλαίων σε επιλεγμένους επενδυτικούς φορείς λέγεται επενδυτική.

Η λειτουργία και ανάπτυξη της οικονομίας μας στηρίζεται στην άμεση διαθεσιμότητα κεφαλαίων. Οι κυβερνήσεις, οι επιχειρήσεις, καθώς και τα άτομα, χρειάζονται κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους. Η καθαρή επίδραση της μειωμένης χρηματοδότησης μέσω στεγαστικών δανείων θα συνείσφερε στη γενική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η διαθεσιμότητα κεφαλαίων στα κατάλληλα άτομα (καθώς και στις κυβερνήσεις και τις επιχειρήσεις) είναι απαραίτητα για να αναπτυχθεί και να ευημερήσει η οικονομία. Επειδή τα άτομα ως σύνολο είναι καθαροί παραγωγοί τέτοιων κεφαλαίων ενώ η κυβέρνηση και οι επιχειρήσεις καθαροί καταναλωτές, η επενδυτική διαδικασία έχει βαθύ αντίκτυπο,

² Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.6

³ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.11-12

δηλαδή εάν τα άτομα άρχιζαν ξαφνικά να κρύβουν τα πλεονάζοντα κεφάλαιά τους κάτω από τις σανίδες του πατώματος αντί να τα τοποθετήσουν σε οικονομικούς θεσμούς ή να τα επενδύσουν σε διάφορους φορείς στις οικονομικές αγορές, η κυβέρνηση, οι επιχειρήσεις, και τα άλλα άτομα με την ανάγκη κεφαλαίων, θα συναντούσαν μεγάλες δυσκολίες στην ανεύρεσή τους. Ως αποτέλεσμα τα επίπεδα των κυβερνητικών δαπανών, των επιχειρησιακών επεκτάσεων, και των καταναλωτικών αγορών θα σημείωναν μείωση και η οικονομική δραστηριότητα θα επιβραδυνόταν αισθητά.

Τα οφέλη της επενδυτικής

Τα οφέλη ή η απόδοση από την επενδυτική λαμβάνονται με δύο τρόπους, είτε ως τρέχον εισόδημα, είτε ως αυξημένη αξία. Για παράδειγμα, τα χρήματα που τοποθετούνται σε λογαριασμό ταμιευτηρίου, αποδίδουν τρέχον εισόδημα με τη μορφή περιοδικών πληρωμών τόκου. Από την άλλη μεριά, η επένδυση σε ένα κομμάτι άγονης γης θα είχε ως αναμενόμενο αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της την στιγμή πώλησης. Αυτά τα κεφάλαια πρέπει να παρέχουν όφελος ή απόδοση επαρκή, έτσι ώστε να μπορούν να αποζημιώσουν τους ιδιοκτήτες των κεφαλαίων για τον κίνδυνο ζημιάς που εμπλέκεται στην παροχή τους. Ουσιαστικά, για να λειτουργήσει ομαλά η επενδυτική διαδικασία, οι παραγωγοί κεφαλαίων πρέπει να αμείβονται και οι καταναλωτές κεφαλαίων να παρέχουν αυτές τις αμοιβές. Το μέγεθος και η μορφή αυτών εξαρτάται από παράγοντες όπως ο τύπος της συναλλαγής χρεογράφων ή κυριότητας, η χρονική διάρκεια και ο κίνδυνος που συνοδεύει τη συναλλαγή.

1.6 Βήματα στην επενδυτική⁴

Η επενδυτική μπορεί να διενεργηθεί με πολλούς τρόπους. Μια προσέγγιση είναι η ακολούθηση ενός προγράμματος που έχει αναπτυχθεί ειδικά για την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων. Μια άλλη προσέγγιση είναι η τυχαία επιλογή, μέθοδος κατά την οποία οι πράξεις γίνονται με βάση το ένστικτο. Έχει αποδειχθεί ότι όσο πιο λογική είναι η προσέγγιση, τόσο καλύτερο είναι και το αποτέλεσμα. Έτσι πρώτα πρέπει να μελετηθούν οι οικονομικοί στόχοι και έπειτα να αναπτυχθεί και να εκτελεστεί ένα επενδυτικό πρόγραμμα σύμφωνα με αυτούς τους στόχους.

Υπάρχουν λοιπόν έξι βήματα στην επενδυτική:

- Ικανοποίηση αναγκαίων προϋποθέσεων της επένδυσης
- Καθορισμός επενδυτικών στόχων
- Εκτίμηση επενδυτικών φορέων
- Επιλογή κατάλληλων επενδύσεων
- Κατασκευή διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου
- Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Βήμα 1^ο: Ικανοποίηση αναγκαίων προϋποθέσεων της επένδυσης

Πριν προχωρήσει στην επένδυση ένα άτομο, πρέπει να βεβαιωθεί πως οι ανάγκες της ζωής έχουν εξασφαλιστεί επαρκώς. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει τα κεφάλαια για τη στέγαση, τη διατροφή, τη μετακίνηση, τους φόρους και τον ρουχισμό. Επιπλέον, πρέπει να υπάρχει απόθεμα προσιτού κεφαλαίου για περίπτωση επείγουσας ανάγκης μετρητών. Τα κεφάλαια γι' αυτόν τον σκοπό κρατούνται σε έναν ρευστό, βραχυπρόθεσμο επενδυτικό φορέα.

Μια άλλη αναγκαία προϋπόθεση είναι η επαρκής προστασία έναντι της απώλειας που θα ήταν αποτέλεσμα θανάτου, ασθένειας ή ανικανότητας, καταστροφής της ιδιοκτησίας, ή μιας απρόσεκτης ενέργειας. Η προστασία έναντι τέτοιων κινδύνων μπορεί να ληφθεί μέσω της ασφάλειας ζωής, υγείας και ιδιοκτησίας. Παρόλο που

⁴ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.13-16

κάποια είδη ασφάλισης έχουν χαρακτηριστικά γνωρίσματα επένδυσης, η πρόβλεψη επαρκούς ασφαλιστικής προστασίας είναι αναγκαία προϋπόθεση στην επενδυτική.

Ο προγραμματισμός επαρκούς συνταξιοδοτικού εισοδήματος μπορεί επίσης να θεωρηθεί επενδυτική προϋπόθεση. Η επίτευξη αυτού του στόχου εξαρτάται εν μέρει από την επιτυχία του εν λόγω επενδυτικού προγράμματος. Γενικά, το άτομο πρέπει να θέσει κάποιους συνταξιοδοτικούς στόχους πριν από οποιονδήποτε επενδυτικό στόχο.

Βήμα 2^ο: Καθορισμός επενδυτικών στόχων

Όταν ο επενδυτής ικανοποιήσει τις αναγκαίες προϋποθέσεις και ξεκαθαρίσει τους οικονομικούς στόχους, πρέπει να καθορίσει τους επενδυτικούς στόχους- ειδικές καταστάσεις που αφορούν το χρόνο, το μέγεθος, της μορφής και του κινδύνου της επένδυσης, σε σχέση με την επιθυμητή απόδοση. Οι επενδυτικοί στόχοι δεν πρέπει να είναι μόνο σύμφωνοι με τους οικονομικούς στόχους αλλά να είναι και ρεαλιστικοί. Ο επενδυτής πρέπει να έχει επαρκή κεφάλαια για επένδυση και να υπολογίσει ένα εφικτό ρυθμό κέρδους για να τους πετύχει.

Βήμα 3^ο: Εκτίμηση επενδυτικών φορέων

Πριν από την επιλογή των επενδυτικών φορέων, ο επενδυτής πρέπει να τους εκτιμήσει σύμφωνα με τους επενδυτικούς του στόχους. Η εκτίμηση περιλαμβάνει προσδιορισμό της ενδεχόμενης απόδοσης και του κινδύνου ζημιάς κάθε φορέα. Αυτή η μέθοδος συνήθως περιλαμβάνει την αποτίμηση δηλαδή την διαδικασία υπολογισμού της προβλεπόμενης αξίας του επενδυτικού φορέα. Η μέθοδος της αποτίμησης χρησιμοποιεί το μέγεθος της απόδοσης και του αναλαμβανόμενου κινδύνου για τον υπολογισμό της αξίας ενός επενδυτικού φορέα.

Βήμα 4^ο: Επιλογή κατάλληλων επενδύσεων

Οι συγκεκριμένοι επενδυτικοί φορείς που επιλέγονται, καθορίζουν την πορεία δράσης και μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την επιτυχία του επενδυτή στην επίτευξη των

προγραμματισμένων στόχων. Οι καλύτερες επενδύσεις πιθανόν να μην είναι αυτές που απλά μεγιστοποιούν την απόδοση, άλλοι παράγοντες, όπως ο κίνδυνος ζημιάς και η πληρωμή των φόρων, είναι επίσης σχετικοί. Οι μετοχές μιας εταιρείας που πληρώνει χαμηλότερα μερίσματα αλλά έχει μικρότερο κίνδυνο χρεοκοπίας, αποτελούν καλύτερη επιλογή. Η προσεκτική επιλογή των επενδυτικών φορέων σύμφωνα με τους στόχους και με αποδεκτά επίπεδα απόδοσης, κινδύνου και αξίας είναι βασική για μια επιτυχημένη επένδυση.

Βήμα 5^ο: Κατασκευή διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου

Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο είναι η συλλογή επενδυτικών φορέων συγκεντρωμένων για την επίτευξη ενός ή περισσότερων επενδυτικών στόχων. Για παράδειγμα, ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο μπορεί να περιλαμβάνει κοινές μετοχές, κυβερνητικές ομολογίες και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Χρησιμοποιώντας μια ποικιλία διαθέσιμων οργάνων και τεχνικών, ο επενδυτής μπορεί να συνδυάσει φορείς με τρόπο τέτοιο ώστε να επιτευχθούν οι επενδυτικοί στόχοι και να γίνουν πιο ευνοϊκά τα επίπεδα της απόδοσης, του κινδύνου ζημιάς και της επενδυτικής αξίας.

Η διαφοροποίηση, ο συνυπολογισμός δηλαδή μιας ομάδας επενδυτικών φορέων, αποτελεί βασική αρχή στην κατασκευή ενός επιτυχημένου χαρτοφυλακίου. Διαφοροποιώντας οι επενδυτές είναι σε θέση να λαμβάνουν υψηλότερη απόδοση ή να εκτίθενται σε μικρότερο κίνδυνο, σε αντίθεση με το αν περιόριζαν τις επενδύσεις τους σε έναν ή δύο μόνο φορείς.

Ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επιδεικνύει διαφορετική συμπεριφορά κινδύνου-απόδοσης από αυτούς των ατομικών επενδυτικών φορέων που το συνθέτουν. Για παράδειγμα, οι κοινές μετοχές των νέων, υψηλής τεχνολογίας εταιρειών, είναι από μόνες τους ιδιαίτερα επικίνδυνες επενδύσεις, καθώς οι τιμές τους διακυμαίνονται συνεχώς και συχνά δραματικά. Ωστόσο, όταν συνυπάρχουν με αυτές μεγάλων, καθιερωμένων εταιρειών, σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, κατά καιρούς το χαρτοφυλάκιο επιδεικνύει χαμηλότερο κίνδυνο ή υψηλότερη απόδοση, αντίθετα με το αν η επένδυση είχε γίνει σε κοινές μετοχές ενός μόνο τύπου (της εταιρείας υψηλής τεχνολογίας ή της καθιερωμένης).

Βήμα 6^ο: Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Όταν ένα χαρτοφυλάκιο έχει κατασκευαστεί, ο επενδυτής μπορεί να μετρήσει και να εκτιμήσει την πραγματική του συμπεριφορά σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση. Εάν, για παράδειγμα, η απόδοση, ο κίνδυνος ζημίας, ή η αξία της επένδυσης δεν συμφωνεί με τους στόχους του, ο επενδυτής ίσως χρειαστεί να λάβει διορθωτικά μέτρα. Αυτά τα μέτρα συχνά συνεπάγονται την πώληση κάποιων επενδύσεων και την χρήση των μεθόδων απόκτησης άλλων φορέων για το χαρτοφυλάκιο. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου συνεπώς συνεπάγεται όχι μόνο την επιλογή μιας αρμονικής ομάδας επενδύσεων που ανταποκρίνονται στους στόχους του επενδυτή, αλλά και την παρακολούθηση και ανακατασκευή του χαρτοφυλακίου όπως υπαγορεύει η συμπεριφορά της επένδυσης.

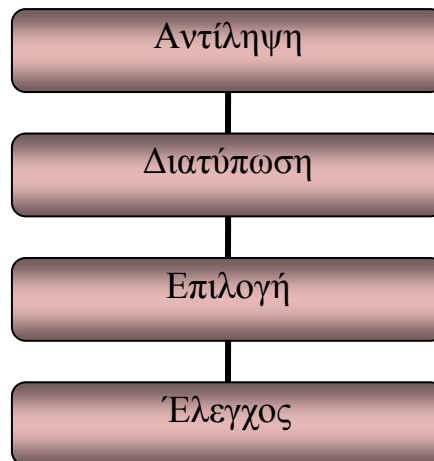
1.7 Καθορισμός μιας ικανοποιητικής επένδυσης⁵

Οι τεχνικές της χρονικής αξίας του χρήματος μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον καθορισμό μιας αποδεκτής επένδυσης. Ικανοποιητική επένδυση θα ήταν μια για την οποία η τρέχουσα αξία των οφελών (μειωμένη κατά το κατάλληλο ποσοστό) ισούται ή υπερβαίνει την τρέχουσα αξία του κόστους της. Επειδή το κόστος ή η τιμή αγοράς μιας επένδυσης υφίσταται αρχικά (σε χρόνο μηδέν), το κόστος και η τρέχουσα αξία θεωρούνται ως ένα και το αυτό. Εάν η τρέχουσα αξία των οφελών απλά ισούται με το κόστος, ένας επενδυτής θα κέρδιζε επιτόκιο ίσο με το προεξοφλητικό. Εάν η τρέχουσα αξία υπερβαίνει το κόστος, ο επενδυτής θα κέρδιζε επιτόκιο μεγαλύτερο από το προεξοφλητικό. Εάν η τρέχουσα αξία των οφελών ήταν μικρότερη από το κόστος, ο επενδυτής θα κέρδιζε επιτόκιο μικρότερο από το προεξοφλητικό. Είναι φανερό ότι ένας επενδυτής θα προτιμούσε μόνο αυτές τις επενδύσεις για τις οποίες η τρέχουσα αξία των οφελών ισούται ή υπερβαίνει το κόστος τους. Έτσι, σε αυτές τις περιπτώσεις, το επιτόκιο θα ήταν ίσο ή μεγαλύτερο από το προεξοφλητικό.

⁵ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.148-149

1.8 Η απόφαση της επένδυσης υπό βέβαιο μέλλον

Η απόφαση της επένδυσης υπό βέβαιο μέλλον μπορεί να χαρακτηριστεί σαν μια διαδικασία η οποία αποτελείται από τέσσερις γενικές φάσεις όπως παρουσιάζονται στο παρακάτω σχήμα.



Το παραπάνω σχήμα δείχνει τη διάταξη και τις σχέσεις μεταξύ των φάσεων. Είναι απαραίτητο να εξακριβωθούν αρχικά τα προβλήματα και (ή) οι ευκαιρίες για επένδυση μέσα σε μια επιχείρηση και στη συνέχεια να διατυπωθούν όλες οι εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις. Οι εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις πρέπει να διατυπωθούν πριν από τη φάση της αξιολόγησης και επιλογής, όπως και η φάση της τελικής επιλογής πρέπει να προηγηθεί του ελέγχου. Κατά τη φάση του ελέγχου, τα επιτευχθέντα αποτελέσματα (ex post) συγκρίνονται με τα επιθυμητά ή προσδοκώμενα αποτελέσματα (ex ante).

Έτσι λοιπόν αναπτύχθηκαν οι κατάλληλες τεχνικές ή κριτήρια καλύτερα για την αξιολόγηση και τελική επιλογή των επενδυτικών έργων. Πριν παρουσιαστούν τα διάφορα κριτήρια αξιολόγησης, είναι απαραίτητο να αναφερθούν οι διάφορες κατηγορίες επενδυτικών έργων. Οι επιχειρήσεις ταξινομούν συνήθως τα επενδυτικά έργα, σε έργα με αποδοτικότητα και σε έργα χωρίς αποδοτικότητα.

Τα έργα με αποδοτικότητα περιλαμβάνουν τις ακόλουθες κατηγορίες:

- στρατηγικά επενδυτικά έργα,
- επενδυτικά έργα ανάπτυξης ή επέκτασης (πρόσθετη δυναμικότητα σε γραμμές παραγωγής που ήδη λειτουργούν, νέα προϊόντα),

- επενδυτικά έργα αντικατάστασης ή παραγωγικότητας (αντικατάσταση ενός παλιού μηχανήματος που παράγει όλο και περισσότερο ελαττωματικά προϊόντα).

Τα έργα χωρίς αποδοτικότητα περιλαμβάνουν επενδυτικά έργα τα οποία είναι απαραίτητα για την καλή λειτουργία της επιχείρησης όπως αυτά της ασφάλειας, της υγιεινής, της προστασίας του περιβάλλοντος, κλπ.

Με τον όρο «αξιολόγηση επενδύσεων υπό καθεστώς βεβαιότητας»⁶ εννοείται ότι οι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση μιας συγκεκριμένης επένδυσης είναι απόλυτα σίγουροι για την πραγματοποίηση των διαφόρων ροών (κυρίως εισροών) που θα προκύψουν από αυτήν. Κατά συνέπεια η διενέργεια της συγκεκριμένης επένδυσης δε συνεπάγεται κανένα επιχειρηματικό κίνδυνο για την οικονομική μονάδα. Η αξιολόγηση των επενδυτικών έργων πρέπει να πραγματοποιηθεί με τη χρησιμοποίηση πολλαπλών κριτηρίων τα οποία να καλύπτουν το σύνολο των χαρακτηριστικών τους και των επιπτώσεών τους μέσα στις επιχειρήσεις. Όπως αναφέρει ο Ζοπουνίδης (2003, σελ. 249), οι συγγραφείς Enrard, Zisswiller (1982) οι οποίοι πραγματοποίησαν μια μελέτη αξιολόγησης επενδυτικών έργων μέσα σε μια μεγάλη γαλλική επιχείρηση, παρουσιάζουν τα ακόλουθα κριτήρια:

- ❖ οι στόχοι του επενδυτικού έργου και η συνάφειά του με τους στόχους της γενικής πολιτικής της επιχείρησης,
- ❖ η εκτίμηση του κατεπείγοντος του επενδυτικού έργου,
- ❖ η εκτίμηση των συσχετίσεων μεταξύ των επενδυτικών έργων,
- ❖ οι ταμειακές ροές των επενδυτικών έργων,
- ❖ τα χρηματοοικονομικά κριτήρια,
- ❖ η εκτίμηση του κινδύνου,
- ❖ το μέγεθος του επενδυτικού έργου.

Αν και πολλά από τα παραπάνω κριτήρια έχουν ποιοτικό χαρακτήρα, οι συγγραφείς Enrard & Zisswiller επινόησαν ποσοτικές κλίμακες εκτίμησης. Για παράδειγμα αναφέρονται τα δύο πρώτα κριτήρια. Η συνάφεια μεταξύ της γενικής πολιτικής της επιχείρησης και του επενδυτικού έργου εκφράζεται σε μία ποσοστιαία κλίμακα εκτίμησης η οποία μεταβάλλεται από 0% έως 100%, δηλαδή 100% εκφράζει μια τέλεια συνάφεια, ενώ 0% εκφράζει μια αδύνατη ή αρνητική συνάφεια. Το κριτήριο του κατεπείγοντος ενός επενδυτικού έργου μπορεί να εκτιμηθεί είτε σε κατηγορίες

⁶ Αλεξανδρίδης Μ., Διαχείριση Επενδύσεων, 2005, σελ. 22

του τύπου λίγο επείγον, μετρίως επείγον, πολύ επείγον, είτε σε μήνες αναβολής (τα επενδυτικά έργα αναβάλλονται για 0,6,12,24 μήνες ή περισσότερο).

1.9 Η απόφαση της επένδυσης υπό αβέβαιο μέλλον⁷

1.9.1 Αβεβαιότητα και κίνδυνος

Η αβεβαιότητα που διακρίνει το σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από μια ατελή γνώση των μεταβλητών που το συνθέτουν όπως απότομες κλιματικές μεταβολές, κοινωνικά γεγονότα, επιστημονικές ανακαλύψεις, πληθωρισμός, κλπ. Η οικονομική ζωή της επιχείρησης δεν βρίσκεται σχεδόν ποτέ σε "κατάσταση ησυχίας" και ο μάνατζερ οφείλει πάντοτε με τρόπο σταθερό να προβλέπει το μέλλον. Καθημερινά, παίρνονται αποφάσεις επένδυσης οι οποίες έχουν σκοπό να σταθεροποιήσουν τη θέση της επιχείρησης πάνω στην αγορά. Η λήψη των αποφάσεων αυτών δημιουργεί κινδύνους για την επιχείρηση. Ένας από τους πιο βασικούς κινδύνους είναι ο κίνδυνος αποτυχίας της επένδυσης. Ο μάνατζερ θα προσπαθήσει να μειώσει τον κίνδυνο αποτυχίας της επένδυσης με τη μελέτη της μελλοντικής εξέλιξης των στοιχείων τα οποία προσδιορίζουν την αποδοτικότητα της επένδυσής του.

1.9.2 Η αβεβαιότητα που συνδέεται με τη ζωή των επιχειρήσεων

Τέσσερα στοιχεία έχουν μια προσδιοριστική επίδραση πάνω στην αποδοτικότητα ενός επενδυτικού έργου:

- ✓ το ποσό των ετήσιων εισπράξεων,
- ✓ το ποσό των ετήσιων πληρωμών,
- ✓ η διάρκεια της χρήσης του αγαθού,
- ✓ το επίπεδο του επιτοκίου αποδοτικότητας για την επανεπένδυση των καθαρών ταμειακών ροών.

⁷ Ζοπουνίδης Κ., Βασικές Αρχές και Σύγχρονα Θέματα του Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ, 2003, σελ.267-272

Η αβεβαιότητα ως προς την πρόβλεψη των εισπράξεων

Η επιτυχία ή η αποτυχία μιας επένδυσης εξαρτάται από τη φύση του προϊόντος και από την οργάνωση της αγοράς. Η αβεβαιότητα των εισπράξεων ενός επενδυτικού έργου είναι πιο μεγάλη όσο το προϊόν είναι καινούργιο και όχι πολύ γνωστό πάνω στην αγορά. Ο βαθμός αβεβαιότητας είναι πιο χαμηλός όταν υπάρχει κατάσταση μονοπωλίου πάνω στην αγορά. Στην περίπτωση αυτή η μοναδική δυσκολία για τον πωλητή είναι ο προσδιορισμός της συνολικής ζήτησης των καταναλωτών για το προϊόν. Η έρευνα αγοράς, η μελέτη των πραγματοποιούμενων πωλήσεων στο παρελθόν μπορεί να μειώσει την αβεβαιότητα του πωλητή.

Η περίπτωση η πιο συνήθης για μια επιχείρηση είναι η κατάσταση του πλήρους ανταγωνισμού. Κύριο χαρακτηριστικό της κατάστασης αυτής είναι η συνεχής εξέλιξη της όπου κάθε επιχείρηση προσπαθεί να αυξήσει το μερίδιό της στην αγορά σε βάρος των άλλων επιχειρήσεων. Ο πλήρης ανταγωνισμός εκδηλώνεται με τις στρατηγικές πολέμου των τιμών, πολιτικής διαφοροποίησης των προϊόντων, μεθόδους πωλήσεων κλπ. Η επιτυχία της στρατηγικής μιας επιχείρησης η οποία βρίσκεται σε κατάσταση πλήρους ανταγωνισμού εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αντίδραση των άλλων επιχειρήσεων πάνω στην τακτική δράσης της.

Η αβεβαιότητα ως προς την πρόβλεψη των εξόδων εκμετάλλευσης

Πρόκειται κυρίως για μεταβλητά έξοδα. Άμεσα έξοδα, έξοδα αναλογικά όπως πρώτες ύλες, διάφορα αναλώσιμα υλικά, άμεσα έξοδα προσωπικού. Η πρόβλεψη αυτών των εξόδων είναι σχετικά ευχερής και έτσι η μελέτη της πρόσφατης εξέλιξης των τιμών των παραγόντων παραγωγής προσφέρει στα διοικητικά στελέχη μια καλή και ενδιαφέρουσα βάση δεδομένων ώστε να πραγματοποιήσουν σωστές προβλέψεις. Η ύπαρξη μιας αποτελεσματικής λογιστικής κόστους (cost accounting) και ενός προϋπολογιστικού ελέγχου διευκολύνει επίσης αρκετά το έργο των διοικητικών στελεχών.

Η αβεβαιότητα ως προς τη διάρκεια χρήσης του εξοπλισμού

Η κλασική οικονομική ανάλυση υπολογισμού της άριστης διάρκειας χρησιμοποίησης του εξοπλισμού θεωρεί ότι το αγαθό μπορεί να διατηρηθεί εφόσον το οριακό του κόστος δεν ξεπερνά την οριακή του αποδοτικότητα για τη δεδομένη χρονική περίοδο. Η ισότητα των δύο στοιχείων δίνει τη διάρκεια, που είναι άριστη διάρκεια χρησιμοποίησης του αγαθού.

Όμως η παρούσα εξέλιξη της ανταγωνιστικής οικονομίας έχει αλλάξει τους όρους. Ο εξοπλισμός δεν χάνει μέρος ή όλη την αξία του μόνο από φυσική φθορά, αλλά επίσης, και περισσότερο μάλιστα, από την τεχνολογική πρόοδο και τις συνέπειές της, δηλαδή εμφάνιση μηχανημάτων πιο δυναμικών και πιο αποτελεσματικών τα οποία επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να παράγουν τα προϊόντα τους με χαμηλό κόστος και να πωλούν με χαμηλές τιμές.

Παρατηρείται συχνά μέσα σε πολλές επιχειρήσεις η ίδρυση ειδικών τμημάτων πρόβλεψης της τεχνολογικής φθοράς των εξοπλισμών. Η πρόβλεψη του ρυθμού εξέλιξης της φθοράς των εξοπλισμών της επιχείρησης που χαρακτηρίζεται από μεγάλη αβεβαιότητα προσδιορίζει τελικά την πιθανή διάρκεια χρησιμοποίησής τους.

Η αβεβαιότητα ως προς το επίπεδο επιτοκίου αποδοτικότητας

Ο υπολογισμός των δύο κριτηρίων του ολικού εσωτερικού συντελεστή απόδοσης και της ολικής καθαρής παρούσας αξίας στηρίχθηκε στην υπόθεση ότι τα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων γνωρίζουν καλά το επιτόκιο επανεπένδυσης. Αυτό όμως, δεν θεωρείται τόσο σίγουρο. Ένας προσεγγιστικός τρόπος προσδιορισμού του επιτοκίου επανεπένδυσης είναι να υπολογιστεί η μέση ex-post αποδοτικότητα της επιχείρησης με βάση τα στοιχεία των τελευταίων χρόνων και να διορθωθεί προς τα πάνω ή προς τα κάτω ανάλογα με την εξέλιξη της οικονομικής συγκυρίας.

Στο ερώτημα, ποιες είναι οι συνέπειες της αβεβαιότητας της ζωής των επιχειρήσεων πάνω στην αναμενόμενη (προσδοκώμενη) απόδοση του επενδυτικού έργου, η απάντηση είναι ότι κυριότερη συνέπεια είναι η δυναμική μεταβλητότητα της αναμενόμενης απόδοσης. Ανάλογα με τις υποθέσεις οι οποίες αναφέρονται στις προβλέψεις των εσόδων, των εξόδων εκμετάλλευσης, της διάρκειας χρησιμοποίησης

του εξοπλισμού, είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν εκτιμήσεις των αποδόσεων που κυμαίνονται στο εσωτερικό ενός διαστήματος μεταβολών.

1.9.3 Η έννοια του κινδύνου ενός επενδυτικού έργου

Με τον όρο αξιολόγηση επενδύσεων υπό καθεστώς κινδύνου⁸ εννοείται ότι οι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση μιας συγκεκριμένης επένδυσης δεν είναι απόλυτα σίγουροι, για την πραγματοποίηση των διαφόρων ταμειακών ροών (κυρίως εισροών) που θα προκύψουν από αυτή. Δηλαδή, οι ταμιακές εισροές είναι τυχαίες μεταβλητές αλλά με γνωστές πιθανότητες εναλλακτικών τιμών που δύνανται αυτές να λάβουν.

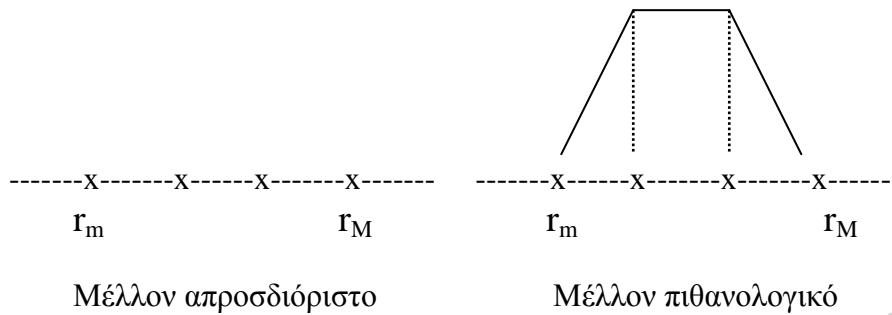
Ο κίνδυνος διακρίνεται από την αβεβαιότητα σύμφωνα με τους ακόλουθους ορισμούς:

- μια κατάσταση θεωρείται επικίνδυνη όταν μια κατανομή πιθανοτήτων, οποιαδήποτε είναι η φύση τους (υποκειμενικές ή αντικειμενικές), συνδέεται με τα αποτελέσματά της,
- μια κατάσταση θεωρείται αβέβαιη όταν καμία κατανομή πιθανοτήτων δεν μπορεί να επεξεργαστεί.

Οι έννοιες του κινδύνου και της αβεβαιότητας είχαν μελετηθεί αρχικά από τον Knight (1921). Σχετικά με τους δύο παραπάνω ορισμούς, είναι δυνατόν να θεωρηθούν δύο επίπεδα αβεβαιότητας που συνδέονται με ένα επενδυτικό έργο, το ένα το πιο υψηλό αντιστοιχεί σε ένα μέλλον αβέβαιο όχι πιθανολογικό ή απροσδιόριστο, το άλλο το πιο χαμηλό αντιστοιχεί σε ένα μέλλον αβέβαιο πιθανολογικό (Galesne, 1981).

⁸ Αλεξανδρίδης Μ., Διαχείριση Επενδύσεων, 2005, σελ. 22

Το παρακάτω σχήμα δείχνει τα δύο επίπεδα αβεβαιότητας.



1.9.4 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες του κινδύνου ενός επενδυτικού έργου

Υπάρχουν δύο παράγοντες οι οποίοι αν συνδυαστούν κατάλληλα δίνουν μια σωστή εκτίμηση του κινδύνου ενός επενδυτικού έργου:

- η αβεβαιότητα των αποτελεσμάτων του έργου,
- ο ανεπιθύμητος χαρακτήρας μερικών αποτελεσμάτων του επενδυτικού έργου.

Η αβεβαιότητα των αποτελεσμάτων του επενδυτικού έργου συνδέεται με τη μεταβλητότητα της αναμενόμενης απόδοσης του έργου. Όσο η μελλοντική απόδοση έχει τάση να μεταβάλλεται τόσο το επενδυτικό έργο είναι επικίνδυνο.

Ο ανεπιθύμητος χαρακτήρας μερικών αποτελεσμάτων του έργου συνδέεται με τις αποκλίσεις που μπορούν να έχουν μερικά αποτελέσματα από ένα αντικειμενικό επίπεδο αποδοτικότητας. Οι αρνητικές αποκλίσεις είναι κυρίως αυτές που δημιουργούν τον κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

2.1 Η έννοια των ακινήτων⁹

Οι διαχειριστικές αποφάσεις για την ακίνητη περιουσία επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αποδόσεις που κερδίζονται από την επένδυση σε αυτήν. Η αγορά ακίνητης περιουσίας μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, η εθνική αγορά ακίνητης περιουσίας ήταν γενικά ισχυρή κατά την διάρκεια του 1970-1980, αλλά στη συνέχεια άρχισε να καταρρέει και παρέμεινε ασθενής μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Κατά την διάρκεια της περιόδου 1970-1989 η ισχυρή αγορά καθοδηγήθηκε από οικονομικές εποχές ευημερίας με υψηλή άνοδο του εισοδήματος. Η ισχύς της αγοράς υποστηρίχθηκε επίσης από τη ζήτηση από πλήθος ξένων επενδυτών, ειδικά από την Ιαπωνία και την Ευρώπη, για ακίνητη περιουσία για εμπορική χρήση και χρήση κατοικίας στις Η.Π.Α. Η κατάρρευση της αγοράς της ακίνητης περιουσίας ήταν αποτέλεσμα μιας ποικιλίας παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων των μεταβολών στη φορολογική νομοθεσία που εξάλειψε τα σημαντικά φορολογικά οφέλη των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Ο όρος ακίνητη περιουσία¹⁰ αναφέρεται σε οντότητες όπως οι κατοικίες, η γη και μια ποικιλία μορφών εισοδήματος κυριότητας που συμπεριλαμβάνει τις αποθήκες, τα συγκροτήματα γραφείων και διαμερισμάτων, τους συνεταιρισμούς και τις συγκυριαρχίες. Η ακίνητη περιουσία αποτέλεσε δημοφιλή επενδυτικό φορέα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και μέρους του 1980. Ιστορικά, η έλξη της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία πήγαζε από το γεγονός ότι πρόσφερε απόδοση υπό τη μορφή εισοδήματος από ενοίκια, διαγραφής φόρων και κεφαλαιουχικών κερδών που δεν ήταν προσιτή μέσω των εναλλακτικών επενδυτικών φορέων.

Οι αγορές ακίνητης περιουσίας δεν μεταβάλλονται μόνο με την πάροδο του χρόνου αλλά διαφέρουν επίσης από περιοχή σε περιοχή. Οι τοπικές οικονομικές διαφορές μπορούν να καταλήξουν σε σημαντικά διαφορετικές αγορές ακίνητης περιουσίας. Για

⁹ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις II, 2001, σελ.534-536

¹⁰ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.19-20

τους σημερινούς επενδυτές σε ακίνητη περιουσία, η οικονομική προοπτική, η ζήτηση για νέο χώρο, η τρέχουσα προσφορά χώρου και οι τοπικοί παράγοντες είναι μέγιστης σημασίας. Η επένδυση σε ακίνητη περιουσία σημαίνει περισσότερο από την απλή "σωστή αγορά" και "σωστή πώληση". Ταυτόχρονα σημαίνει επιλογή των κατάλληλων ιδιοκτησιών για τις επενδυτικές ανάγκες και τη σωστή διαχείρισή τους. Επίσης είναι σημαντικό να εξετάζονται οι επενδυτικοί στόχοι, τα σημαντικά χαρακτηριστικά και ο καθορισμός της αξίας της ακίνητης περιουσίας.

2.1.1 Ακίνητη περιουσία, άλλες απτές επενδύσεις και πληθωρισμός¹¹

Η ακίνητη περιουσία και οι άλλες απτές επενδύσεις επηρεάζονται άμεσα από το ποσοστό του πληθωρισμού. Οι στεγαστικές τιμές και οι τιμές των αγαθών είναι συνιστώσες του τιμαρίθμου του καταναλωτή. Όταν οι καταναλωτικές τιμές αρχίσουν να ανεβαίνουν, οι αποδόσεις της ακίνητης περιουσίας και άλλων απτών επενδύσεων αρχίζουν επίσης να ανεβαίνουν. Για παράδειγμα, στα πρώτα πέντε χρόνια της 18χρονης περιόδου (από το 1977 έως το 1995), ο πληθωρισμός ανέβαινε με γρήγορο ρυθμό, φτάνοντας το 13,5%. Έτσι, οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και άλλα απτά περιουσιακά στοιχεία απέδιδαν ανάλογα υψηλά ποσοστά απόδοσης και γι' αυτό τον λόγο υπερίσχυαν όλων των άλλων μορφών επένδυσης. Όμως γύρω στο 1982, όταν ο πληθωρισμός επανήλθε στο 3%-5% , οι αποδόσεις της ακίνητης περιουσίας και άλλων απτών επενδύσεων έπεσαν κατακόρυφα. Επομένως, ο ρυθμός του πληθωρισμού επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις αποδόσεις της ακίνητης περιουσίας και άλλων απτών επενδύσεων.

Απτά περιουσιακά στοιχεία: επενδυτικό ενεργητικό, άλλο εκτός από την ακίνητη περιουσία, το οποίο είναι ορατό ή μπορεί να αγγιχθεί.

¹¹ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, σελ.92-93

2.2 Επενδυτικοί στόχοι¹²

Η ακίνητη περιουσία διακρίνεται σε δύο επενδυτικές κατηγορίες:

- ✓ Εισόδημα από κυριότητα
- ✓ Κερδοσκοπική κυριότητα

Το εισόδημα από ιδιοκτησία προέρχεται από τις ιδιοκτησίες κατοικίας και τις εμπορικές οι οποίες ενοικιάζονται και αναμένονται να παράσχουν αποδόσεις πρωταρχικά από το περιοδικό εισόδημα από ενοίκια. Οι ιδιοκτησίες κατοικιών περιλαμβάνουν τις ιδιοκτησίες για μια μόνο οικογένεια και ιδιοκτησίες για πολλές οικογένειες. Οι εμπορικές ιδιοκτησίες περιλαμβάνουν κτίρια γραφείων, εμπορικά κέντρα, αποθήκες και εργοστάσια. Η κερδοσκοπική ιδιοκτησία τυπικά περιλαμβάνει άγονη γη και επενδυτικές ιδιοκτησίες οι οποίες αναμένονται να παράσχουν αποδόσεις πρωταρχικά από την ανατίμηση στην αξία λόγω της θέσης, της σπανιότητας κλπ., αντί για το περιοδικό εισόδημα από ενοίκιο.

Το εισόδημα από κυριότητες υπόκειται σε μια σειρά πηγών κινδύνου και απόδοσης. Οι απώλειες μπορούν να είναι αποτέλεσμα απροσεξίας του ενοικιαστή, υπερβολικής προσφοράς ανταγωνιστικών ενοικιαζόμενων μονάδων, ή της κακής διαχείρισης. Από τη μεριά του κέρδους το εισόδημα από ιδιοκτησία μπορεί να παρέχει αυξανόμενο εισόδημα από ενοίκιο, ανατίμηση στην αξία της ιδιοκτησίας και πιθανώς ακόμα και "καταφύγιο" από την φορολογία. Οι κερδοσκοπικές ιδιοκτησίες δίνουν στους ιδιοκτήτες τους την ευκαιρία να έχουν μεγάλη χρηματοοικονομική επιτυχία αλλά και την πιθανότητα μεγάλης ζημίας λόγω της υψηλής αβεβαιότητας. Ο σωστός συγχρονισμός αγοράς-πώλησης θα είχε τεράστιες αποδόσεις, αλλά τα άτομα που αγόρασαν αργά ή αυτά που δεν μπόρεσαν να πουλήσουν πριν τη μεταβολή της αγοράς θα μπορούσαν να χάσουν το μεγαλύτερο μέρος της επένδυσής τους. Επομένως πριν από κάποια επένδυση σε ακίνητη περιουσία πρέπει να είναι γνωστό ποιοι κίνδυνοι υπάρχουν από τους διάφορους τύπους ιδιοκτησιών και μετά να λαμβάνεται η απόφαση για το ποιοι κίνδυνοι είναι ανεκτοί.

¹² Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις II, 2001, σελ.536-538

Εμπόδια και στόχοι

Ένα χρηματοοικονομικό εμπόδιο είναι η σχέση κινδύνου-απόδοσης που βρίσκεται αποδεκτή. Επιπλέον πρέπει:

- ❖ να τοποθετηθεί το χρηματικό ποσό στο κομμάτι των ακινήτων του χαρτοφυλακίου,
- ❖ να καθοριστεί ένας ποσοτικοποιημένος χρηματοοικονομικός στόχος (ο στόχος αυτός καθορίζεται με βάση την μειωμένη ταμειακή ροή ή το κατά προσέγγιση ποσοστό απόδοσης),
- ❖ να αναλυθεί κατά πόσο ταιριάζουν στην πιθανή επένδυση οι τεχνικές ικανότητες, η ιδιοσυγκρασία, οι ικανότητες διάρθρωσης και το διαχειριστικό ταλέντο.

2.3 Ανάλυση των σημαντικών χαρακτηριστικών επένδυσης ακινήτων¹³

Υπάρχουν κάποια σημαντικά χαρακτηριστικά που έχουν σχέση με την επένδυση σε ακίνητα:

- Η φυσική υπόσταση του ακινήτου.

Όταν γίνεται η αγορά ενός ακινήτου, πρέπει να υπάρχει βεβαιότητα ότι λαμβάνεται τόσο η ποσότητα όσο και η ποιότητα που πρέπει να λαμβάνεται. Έτσι όταν υπογράφεται το συμβόλαιο για την αγορά ενός ακινήτου, πρέπει να υπάρχει η βεβαιότητα ότι πραγματικά αφορά το συγκεκριμένο ακίνητο και κατονομάζει όλα τα στοιχεία του συγκεκριμένου ακινήτου.

- Τα δικαιώματα κυριότητας.

Όταν συνίσταται επένδυση σε ακίνητη περιουσία, μαζί με τις διάφορες επιθεωρήσεις της υπόστασης του ακινήτου, λαμβάνεται επίσης επιθεώρηση της νομικής υπόστασης του ακινήτου από έμπειρο δικηγόρο.

¹³ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις II, 2001, σελ.538-539

➤ Ο χρονικός ορίζοντας

Πριν κριθεί εάν μια πιθανή επένδυση σε ακίνητο θα είναι κερδοφόρα ή όχι, πρέπει να αποφασιστεί η σχετική χρονική περίοδος. Για παράδειγμα, ο βραχυπρόθεσμος επενδυτής μπορεί να βασίζεται σε μια γρήγορη μείωση των επιτοκίων των υποθηκών και στις ζωνρές αγοραίες προσδοκίες, ενώ ο μακροπρόθεσμος επενδυτής μπορεί να εξετάσει πιο αναλυτικά την πιθανότητα αύξησης του πληθυσμού.

➤ Η γεωγραφική περιοχή

Η ακίνητη περιουσία είναι τοπικό αγαθό, δηλαδή η αξία της συνδέεται άμεσα με τα όσα συμβαίνουν γύρω της. Σε κάποια ακίνητα η περιοχή με το μεγαλύτερο ενδιαφέρον αποτελείται από μερικά οικοδομικά τετράγωνα ή σε άλλες περιπτώσεις, μια περιοχή εκατοντάδων ή και χιλιάδων μιλίων μπορεί να είναι σαν σχετικός αγοραίος χώρος. Έτσι, πρέπει να ληφθεί απόφαση για το ποια χωρικά όρια είναι σημαντικά για την επένδυση πριν την ανάλυση της προσφοράς και της ζήτησης των ακινήτων.

2.4 Καθοριστικοί παράγοντες της αξίας των ακινήτων¹⁴

Όταν αναλύονται οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία, η αξία γενικά αποτελεί την κεντρική αρχή. Τέσσερις είναι οι καθοριστικοί παράγοντες της αξίας των ακινήτων:

- Η ζήτηση
- Η προσφορά
- Το ακίνητο
- Η διαδικασία μεταβίβασης του ακινήτου

¹⁴ Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις II, 2001, σελ.539-545

Ζήτηση

Αρχικά η ζήτηση αναφέρεται στην προθυμία των ατόμων να αγοράσουν ή να ενοικιάσουν ένα δεδομένο ακίνητο. Εν μέρει, η ζήτηση προέρχεται από την οικονομική βάση της περιοχής της αγοράς. Στις περισσότερες αγορές ακινήτων, η πηγή της αγοραστικής δύναμης προέρχεται από τις εργασίες. Οι αξίες των ακινήτων ακολουθούν ανοδική πορεία όταν αυξάνεται η εργασία, και οι αξίες τυπικά πέφτουν όταν οι εργοδότες αρχίζουν να απολύουν προσωπικό.

Επίσης, τα χαρακτηριστικά του πληθυσμού επηρεάζουν άμεσα την ζήτηση. Για την ανάλυση της ζήτησης για ένα δεδομένο ακίνητο, θα πρέπει να εξεταστούν τα δημογραφικά και ψυχογραφικά χαρακτηριστικά του πληθυσμού μιας περιοχής. Τα δημογραφικά αναφέρονται σε μετρήσιμα χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος της οικογένειας, η δομή της ηλικίας, το επάγγελμα, το γένος και η οικογενειακή κατάσταση. Τα ψυχογραφικά σχετίζονται με αυτά τα χαρακτηριστικά που περιγράφουν τις διανοητικές προδιαθέσεις των ατόμων, όπως η προσωπικότητα και ο τρόπος ζωής. Έτσι, συγκρίνοντας τις δημογραφικές και ψυχογραφικές τάσεις με τα χαρακτηριστικά του ακινήτου, μπορεί να κριθεί εάν θα υπάρχει ή όχι προτίμηση μεταξύ των πιθανών αγοραστών ή ενοικιαστών.

Τέλος, ένας επίσης σημαντικός παράγοντας είναι και η χρηματοδότηση ενυπόθηκων δανείων, καθώς η έλλειψη χρημάτων μπορεί να μειώσει τη ζήτηση για ακίνητη περιουσία.

Προσφορά

Ουσιαστικά προσφορά σημαίνει μέτρηση του ανταγωνισμού, δηλαδή δεν υπάρχει κάποιος ο οποίος να έχει τη θέληση να πληρώσει περισσότερα για ένα ακίνητο, από την τιμή την οποία θα πλήρωνε σε κάποιον ανταγωνιστή. Επομένως, ένα σημαντικό κομμάτι της ανάλυσης της αξίας είναι η αναγνώριση των πηγών του πιθανού ανταγωνισμού.

Όσον αφορά τις πιο μακροπρόθεσμες επενδυτικές αποφάσεις, η έννοια της προσφοράς πρέπει να επεκταθεί, δηλαδή πρέπει να αναγνωριστούν οι ανταγωνιστές μέσω της αρχής της αντικατάστασης. Η αρχή αυτή υποστηρίζει ότι τα άτομα δεν αγοράζουν ή ενοικιάζουν πραγματικά ακίνητη περιουσία, αλλά αντίθετα, κρίνουν τα ακίνητα σαν διαφορετικές ομάδες οφελών και κόστους. Τα ακίνητα ικανοποιούν τις

ανάγκες των ατόμων, και είναι πραγματικά αυτές οι ανάγκες που δημιουργούν την ζήτηση. Έτσι, μια ανάλυση της προσφοράς δεν θα έπρεπε να περιορίζει τους πιθανούς ανταγωνιστές στα γεωγραφικώς και φυσικώς παρόμοια ακίνητα. Αφού λοιπόν αναγνωριστούν όλοι οι σχετικοί ανταγωνιστές, πρέπει να εξεταστούν τα υπέρ και τα κατά κάθε κυριότητα.

Ακίνητο

Είναι γνωστό ότι η αξία του ακινήτου επηρεάζεται από τη ζήτηση και την προσφορά. Η τιμή που είναι πρόθυμα τα άτομα να πληρώσουν, προσδιορίζεται από τις ανάγκες τους και τις σχετικές τιμές των ακινήτων που διατίθενται, για την ικανοποίηση αυτών των αναγκών. Ωστόσο στην ακίνητη περιουσία, το ίδιο το ακίνητο είναι ένα βασικό στοιχείο. Προκειμένου να αναπτυχθεί ένα ανταγωνιστικό ακίνητο πρέπει να εξεταστούν πέντε στοιχεία:

1. οι περιορισμοί στη χρήση
2. η τοποθεσία
3. το οικόπεδο
4. οι βελτιώσεις
5. η διαχείριση του ακινήτου

1. Περιορισμοί στη χρήση:

Οι περιορισμοί προέρχονται από τους νόμους της περιφέρειας, τους κώδικες στέγασης και χρησιμότητας και τις υγειονομικές απαιτήσεις. Οι ιδιωτικοί περιορισμοί περιλαμβάνουν τους νόμους και τους κανόνες λειτουργίας που περιέχονται στις συμβολαιογραφικές πράξεις, τις εκμισθώσεις και τις συγκυριότητες. Έτσι εξαιτίας όλων αυτών των περιορισμών, δεν πρέπει να γίνεται επένδυση σε ένα ακίνητο πριν να καθοριστεί ότι αυτό που πρέπει να γίνει με το ακίνητο εναρμονίζεται με τους υπάρχοντες νόμους, κανόνες και συμβολαιακές διατάξεις.

2. Τοποθεσία:

Μια καλή τοποθεσία έχει υψηλή κατάταξη σε δύο βασικά μεγέθη: την άνεση και το περιβάλλον. Η άνεση αναφέρεται στην πρόσβαση που έχει το ακίνητο στα μέρη που χρειάζεται να πηγαίνουν συχνά τα άτομα στην αγορά-στόχο. Ένα άλλο

στοιχείο της άνεσης είναι η ευκολία στη συγκοινωνία. Ακόμα τα εμπορικά ακίνητα πρέπει να περιέχουν άμεση πρόσβαση στους πελάτες τους και αντίστροφα. Όσον αφορά τον όρο περιβάλλον, στην επένδυση σε ακίνητη περιουσία, ακόμα πιο σημαντικό από το φυσικό περιβάλλον είναι το αισθητικό, το κοινωνικοοικονομικό, το νομικό και το φορολογικό.

3. Οικόπεδο:

Ένα από τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά του οικοπέδου ενός ακινήτου είναι το μέγεθός του. Σημαντική επίσης είναι η ποιότητα του οικοπέδου, όπως η γονιμότητα του εδάφους, η τοπογραφία, το ύψος και η δυνατότητα αποχέτευσης.

4. Βελτιώσεις:

Ο όρος βελτιώσεις, στον τομέα της ακίνητης περιουσίας, αναφέρεται στις προσθήκες του οικοπέδου, όπως τα κτίρια, τα πεζοδρόμια κλπ.

5. Διαχείριση ακινήτων:

Χωρίς την αποτελεσματική διαχείριση του ακινήτου, καμία επένδυση σε ακίνητη περιουσία δεν μπορεί να παράγει μέγιστα οφέλη για τους χρήστες και τους κατόχους. Έτσι διαχείριση ακινήτου σημαίνει ανεύρεση του ιδεώδους επιπέδου οφελών για το ακίνητο και λήψη τους στο χαμηλότερο κόστος.

Διαδικασία μεταβίβασης του ακινήτου

Αποτελεί τη διαδικασία προώθησης και διαπραγμάτευσης της ακίνητης περιουσίας, η οποία μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τις ταμιακές ροές που θα κερδίσει το ακίνητο. Η προώθηση αναφέρεται στη λήψη πληροφοριών για ένα ακίνητο στον τομέα των αγοραστών του. Μεταξύ των κυριότερων τρόπων προώθησης ενός ακινήτου είναι η διαφήμιση, η δημοσιότητα, τα τεχνάσματα πωλήσεων και οι προσωπικές πωλήσεις. Το ίδιο σημαντική είναι και η διαπραγμάτευση της τιμής. Σπάνια η ελάχιστη τιμή που είναι πρόθυμος να δεχτεί ο πωλητής ισούται με τη μέγιστη τιμή που είναι πρόθυμος να δώσει ο αγοραστής. Στην ακίνητη περιουσία, η ζητούμενη τιμή για ένα ακίνητο μπορεί να κυμαίνεται οπουδήποτε μεταξύ 5% ως 60% πάνω από την τιμή την οποία είναι πρόθυμος να δεχτεί ο πωλητής (ή ο εκμισθωτής). Επομένως, η ικανότητα διαπραγμάτευσης κάθε μέρους καθορίζει την τελική τιμή συναλλαγής.

2.5 Διαχείριση Ακινήτων

Η διαχείριση της ακίνητης ιδιοκτησίας δεν περιορίζεται μόνο στην εκμετάλλευσή της. Η μίσθωση ή η πώληση αυτής αποτελεί απλά ένα μέρος της εξίσωσης. Η διαχείριση των ακινήτων είναι μία πολύπλευρη και σύνθετη διαδικασία, που ξεκινάει από τη διαχείριση και διοίκηση της γης σε πολιτειακό επίπεδο και συνεχίζεται στον επιχειρηματικό κόσμο που δραστηριοποιείται στον τομέα της αγοράς, διαχείρισης και ανάπτυξης ακινήτων. Διαχείριση Ακινήτων καλείται ο σχεδιασμός και καθορισμός των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων στόχων που θα εξυπηρετεί τη διαχείριση, καθώς και το σύνολο των ενεργειών και πράξεων για την επίτευξη αυτών. Σε επίπεδο πολιτικής γης, στόχος είναι η βιώσιμη οικονομική και περιβαλλοντική ανάπτυξη, η εξυπηρέτηση της αγοράς ακινήτων, η επίτευξη σταθερότητας και κοινωνικής δικαιοσύνης. Στον επιχειρηματικό κόσμο, στόχος είναι η μεγιστοποίηση της οικονομικής ωφέλειας από τη διαχείριση των ακινήτων. Από επιχειρηματικής άποψης, η διαχείριση ακινήτων, αποτελεί αντικείμενο δραστηριοποίησης τόσο για το δημόσιο όσο και για τον ιδιωτικό τομέα. Φορείς του δημοσίου, της κοινωνικής ασφάλισης και δημόσιες επιχειρήσεις όπως ο ΟΣΕ, διαθέτουν ένα μεγάλο χαρτοφυλάκιο ακίνητης περιουσίας και συστήνουν θυγατρικές εταιρείες που αναλαμβάνουν αποκλειστικά τη διαχείριση του. Αντιπροσωπευτικά παραδείγματα από τον ιδιωτικό τομέα, αναφορικά με τη διαχείριση ακινήτων, αποτελούν οι εταιρείες ανάπτυξης και επένδυσης, οι τράπεζες και τα κτηματομεσιτικά γραφεία. Στις προαναφερθείσες περιπτώσεις, η διαχείριση των ακινήτων καλύπτει όλες τις δραστηριότητες που κυμαίνονται από την εύρεση του κατάλληλου αδόμητου ακινήτου και την αγορά του, μέχρι την ανακαίνιση ενός υπάρχοντος ακινήτου και τη διαχείριση της λειτουργίας του.

Στο στάδιο της αξιοποίησης, οι ωφέλειες από τη διαχείριση των ακινήτων μπορεί να βασίζονται στην πώληση της ιδιοκτησίας (sale of freehold), στις μακροχρόνιες μισθώσεις (long-term leasehold), στις βραχυχρόνιες μισθώσεις (short-term leases) αλλά και στη διατήρηση και επαύξηση είτε της αγοραίας είτε της εύλογης αξίας του ακινήτου, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (E.E.A.Π.), για να προσελκύσουν επενδυτές.

Κατά την σχεδίαση των στρατηγικών στόχων που θα υπηρετεί η διαχείριση των ακινήτων, αλλά και σε όλα τα στάδια της διαχείρισης, χρειάζονται γνώση, συνεχή

πληροφόρηση και παρακολούθηση του οικονομικού, δημοσιονομικού, πολεοδομικού περιβάλλοντος ανάπτυξης καθώς και του ισχύοντος νομικού πλαισίου, αναφορικά με το κάθε ακίνητο και την περιοχή στην οποία ανήκει. Οποιαδήποτε νομοθετική και πολεοδομική μεταβολή ή μεταβολή στη φορολογική πολιτική των ακινήτων μπορεί να οδηγεί σε αλλαγή στόχων και πολιτικών διαχείρισης.

Σε όλα τα στάδια της διαχείρισης, αναπόσπαστο κομμάτι αποτελεί η γνώση και διαχείριση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος, της χρήσης και αξίας του ακινήτου (αντικειμενική αξία, αγοραία αξία). Αναφορικά με τη χρήση των ακινήτων, η διαχείριση αντιστοιχεί στην εύρεση της βέλτιστης χρήσης, δηλαδή της σύνομης, πιθανής και ζητούμενης χρήσης που αποφέρει τη μεγαλύτερη επιστροφή. Όσον αφορά την αξία του ακινήτου, η έννοια της διαχείρισης περιλαμβάνει όλες τις απαραίτητες λήψεις αποφάσεων και δραστηριότητες που πρέπει να γίνουν ώστε να διατηρηθεί ή να επαυξηθεί η αξία του ακινήτου.

Μέρος της διαχείρισης των ακινήτων αποτελεί η λειτουργική διαχείριση, γνωστή και ως property management. Ενδεικτικό παράδειγμα λειτουργικής διαχείρισης αναφορικά με ένα ακίνητο είναι η κινητοποίηση όλων των απαραίτητων διαδικασιών προώθησής του για μίσθωση (εάν αυτή είναι η πολιτική διαχείρισης που έχει αποφασισθεί), η εύρεση του φερέγγυου μισθωτή, η επίτευξη καλής συμφωνίας με αυτόν και η παρακολούθηση της ροής των εσόδων και της απόδοσης του ακινήτου. Στα πλαίσια της λειτουργικής διαχείρισης παρακολουθούνται οι πιθανές εκκρεμότητες των ακινήτων και λαμβάνονται οι κατάλληλες αποφάσεις για την επίλυση τους, έτσι ώστε να επιτευχθεί η καλύτερη δυνατή αξιοποίησή τους. Κατά τη λειτουργική διαχείριση παρακολουθούνται και τα λειτουργικά έξοδα των ακινήτων μονάδων, ενώ σε περιπτώσεις που η αξιοποίηση ενός ακινήτου δεν αποδίδει τα αναμενόμενα και τα λειτουργικά του έξοδα είναι μεγάλα, σχεδιάζονται νέες πολιτικές διαχείρισης. Μία από αυτές μπορεί να είναι η οργάνωση των διαδικασιών πώλησης του ακινήτου όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι συμφέρουσες. Η λειτουργική διαχείριση αποτελεί το στάδιο της σχεδίασης, οργάνωσης και παρακολούθησης της εκμετάλλευσης και λειτουργίας του ακινήτου, καθώς επίσης και της λήψης αποφάσεων ανάλογα με την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης, για την επίτευξη των στρατηγικών στόχων που έχουν τεθεί από την αρχή (Edwards & Seabrooke, 1991 και Yiu et al., 2006).

Η σύγχρονη διαχείριση των ακινήτων βασίζεται στη χρήση Συστημάτων Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας (Property Management System). Πρόκειται για

πακέτα λογισμικών που σχεδιάζονται για τη λειτουργική και λογιστική διαχείριση των ακινήτων. Η χρήση τους στοχεύει στη συστηματική καταγραφή, ενημέρωση και παρακολούθηση αυτών. Επιτυγχάνεται καλύτερη μηχανοργάνωση, ελαχιστοποιούνται τα λάθη και αυτοματοποιούνται διαδικασίες διαχείρισης, όπως η παρακολούθηση συμβάσεων μίσθωσης, παράγοντας εκτεταμένες και συγκεντρωτικές αναφορές, στατιστικά στοιχεία και δυνατότητες αξιολόγησης της απόδοσης των ακινήτων.

Μία ολοκληρωμένη εφαρμογή διαχείρισης για ένα κτηματομεσιτικό γραφείο περιλαμβάνει και τη δημιουργία προσωπικού δικτυακού τόπου, ο οποίος θα παρέχει στον κάθε ενδιαφερόμενο επισκέπτη τη δυνατότητα αναζήτησης διαθέσιμων ακινήτων βάσει κριτηρίων, όπως περιοχή προτίμησης, τιμή μίσθωσης ή πώλησης και χρήσης ακινήτου. Αντίστοιχα για όσους επιθυμούν να δηλώσουν το ακίνητό τους προς ανάθεση στο αντίστοιχο κτηματομεσιτικό γραφείο, προβλέπονται ειδικές φόρμες μέσα στο δικτυακό τόπο.

Κάθε Σύστημα Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας προσαρμόζεται στις ανάγκες και απαιτήσεις του χρήστη. Όσο μεγαλύτερη έκταση έχουν τα συστήματα στις δυνατότητες διαχείρισης που προσφέρουν και στις τεχνολογικές δυνατότητες που παρέχουν, τόσο το κόστος τους αυξάνει. Η εταιρεία-επιχείρηση που σκοπεύει να προμηθευτεί ένα αντίστοιχο λογισμικό, πρέπει αρχικά να έχει αποσαφηνίσει τις υπηρεσίες διαχείρισης που προσφέρει και τις ανάγκες και απαιτήσεις που έχει από το αντίστοιχο σύστημα διαχείρισης ακίνητης περιουσίας. Επιπλέον, ιδιαίτερα σημαντική κρίνεται και η σύγκριση των αποτελεσμάτων του αναδεικνυόμενου κόστους λειτουργίας, με τα κόστη λειτουργίας υπαρχόντων ή εναλλακτικών συστημάτων (Dixon, 1993 και Kummerow & Lun, 2005).

2.6 Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα

Οι επενδύσεις σε ακίνητα προσφέρουν ένα αποδεκτό μίγμα απόδοσης-κινδύνου. Σύμφωνα με τη θεωρία, υπάρχουν πέντε (5) είδη κινδύνων από την επένδυση σε ακίνητη περιουσία :

1. Οικονομικός: Προέρχεται από τις αλλαγές στη ζήτηση ή προσφορά ακινήτων. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί.
2. Επιχειρηματικός- Διαχειριστικός: Πηγάζει από τις αποφάσεις που αφορούν την ανάπτυξη, λειτουργία, αναχρηματοδότηση ή πώληση του ακινήτου. Η αντιμετώπισή του επιτυγχάνεται με την βελτίωση της διαχείρισης. Σε μερικές περιπτώσεις όμως (π.χ. μακροχρόνιες μισθώσεις) απαιτείται χρόνος.
3. Χρηματοοικονομικός: Εξαρτάται από το βαθμό της μόχλευσης και είναι απολύτως διαχειρίσιμος.
4. Ρευστότητας: Αφορά στην αδυναμία γρήγορης ρευστοποίησης του ακινήτου.
5. Πολιτικός: Νέοι νόμοι, κανόνες, ρυθμίσεις που αφορούν την ακίνητη περιουσία και οι οποίοι δεν είναι προβλέψιμοι.

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

3.1 Τα βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας

Στη σημερινή συγκυρία το ενδιαφέρον εντοπίζεται κυρίως στις Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.) λόγω των προβλημάτων εφαρμογής αλλά και αυξημένων κινδύνων που θα είχαν στην παρούσα φάση τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ακινήτων. Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης χαρτοφυλακίου οι οποίες επενδύουν σε ακίνητα. Απευθύνονται σε επενδυτικό κοινό τόσο ιδιωτών, με κάποια ικανοποιητική αίσθηση του χώρου της κτηματαγοράς, όσο και θεσμικών επενδυτών οι οποίοι αγοράζουν μετοχές της Α.Ε.Ε.Α.Π. και απολαμβάνουν τις αποδόσεις από την εκμετάλλευση των ακινήτων που διαχειρίζεται η εταιρεία (εκμίσθωση ή πώληση των ακινήτων και πραγματοποίηση υπεραξιών). Η συμμετοχή σε μια Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι μια έμμεση μορφή επένδυσης σε ακίνητη περιουσία με τα πλεονεκτήματα μιας άμεσης επένδυσης.

Οι Έλληνες αποταμιευτές μπορούν πλέον να επενδύουν στην αγορά ακινήτων μέσω νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως είναι οι Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, τα λεγόμενα Real Estate Investment Trusts (REITs) και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις στα λεγόμενα Private Equity Real Estate Funds.

Οι Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.)¹⁵ επενδύουν σε εμπορικά και άλλου τύπου ακίνητα, έχοντας κατά κανόνα ειδικό φορολογικό καθεστώς. Ο θεσμός αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ την δεκαετία του 1960 με στόχο να δώσει την δυνατότητα, κυρίως σε ιδιώτες επενδυτές, να επενδύσουν έμμεσα σε μεγάλο μέγεθος επενδυτικά ακίνητα που αποδίδουν εισόδημα το οποίο εισπράττεται με την μορφή μερίσματος και παρουσίασε ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια και σε χώρες εκτός των Αγγλοσαξονικών χωρών.

¹⁵ www.epixeirisi.gr

Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι ιδιόμορφες εταιρείες που συνδυάζουν τρία επενδυτικά χαρακτηριστικά:

- ακίνητα, με την μακροχρόνια συμπεριφορά τους να καθορίζεται από τον κλάδο
- μετοχές, καθώς στις περισσότερες χώρες υπάρχει υποχρέωση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο
- ομόλογα, καθώς οι κάτοχοι απολαμβάνουν σταθερές μερισματικές αποδόσεις.

Το Νομοθετικό πλαίσιο για τα ελληνικά REITs (ονομάζονται Α.Ε.Ε.Α.Π. – Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας) υφίσταται από το 1999 (Ν.2778/1999), αλλά είχε πολλές ελλείψεις και προβλήματα, και γι' αυτό τροποποιήθηκε ανά τακτές χρονικές περιόδους. Συγκεκριμένα, η λειτουργία των Α.Ε.Ε.Α.Π. στην Ελλάδα 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 το άρθρο 19 του Ν.4141/2013. Παλαιότεροι νόμοι που τροποποίησαν τον Ν.2778/1999 ήταν ο Ν.2892/2001 και ο Ν.2992/2002 και σημαντικά ο Ν.3581/2007.

Το θεσμικό πλαίσιο συμπληρώνεται από κανονιστικές διατάξεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, όπως οι υπ' αριθμ. 7/249/25.7.2002, 7/259/19.12.2002, 8/259/19.12.2002 και 13/350/31.8.2005 αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και από τις διατάξεις του ΚΝ.2190/1920. Τον Ν.4141/2013 συμπληρώνει πλέον ο νέος Ν.4172/ 2013.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μια από τις κινητήριες δυνάμεις για τροποποιήσεις της νομοθεσίας υπήρξε το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) και η ανάγκη αποκρατικοποίησης κρατικής ακίνητης περιουσίας, η οποία όμως ως επί το πλείστον αφορά οικόπεδα. Το νομοσχέδιο το οποίο συζητήθηκε αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα με τις εν ενεργεία Α.Ε.Ε.Α.Π. σε συνεργασία με το Χρηματιστήριο και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υπέστη επεξεργασία και αλλαγές και κατά την περίοδο διαβούλευσης.

Οι Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (Ε.Ε.Α.Π. – REITs) αποτελούν ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίων κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας. Είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο διαθέτοντας τις

μετοχές τους στο επενδυτικό κοινό. Έτσι αναπτύσσεται μία σχέση ενεργητικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου ακινήτων από την πλευρά της Ε.Ε.Α.Π. και παθητικής επένδυσης από την πλευρά του εκάστοτε επενδυτή που αγοράζει μετοχές της εταιρείας, συμμετέχοντας έμμεσα σε μέρος του χαρτοφυλακίου της.

Το χαρτοφυλάκιο κινητών που διαθέτουν και διαχειρίζονται οι Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας είναι υψηλού προφίλ και περιλαμβάνει κυρίως εμπορικά ακίνητα, όπως γραφεία, εμπορικά καταστήματα, εμπορικά κέντρα, βιομηχανικά κτήρια και αποθηκευτικούς χώρους με υψηλούς δείκτες απόδοσης. Αυτός είναι ένας από τους σημαντικότερους λόγους προσέλκυσης αγοραστικού ενδιαφέροντος για τις μετοχές τους καθώς δεν είναι εύκολο για τον κάθε ενδιαφερόμενο επενδυτή που δρα αυτόνομα στο χώρο του real estate, να εξασφαλίσει το ανάλογο ποσό για μια τέτοια αγορά και επένδυση.

Η πολιτική των Ε.Ε.Α.Π. είναι να συνάπτουν μακροχρόνιες μισθώσεις με υψηλής φερεγγυότητας μισθωτές. Παρόλα αυτά, προβαίνουν και σε πωλήσεις ακινήτων, όταν αυτά δεν αποδίδουν και κάνουν εκ νέου επένδυση των κεφαλαίων τους σε ακίνητα με δυνητικά υψηλότερες αποδόσεις, προσπαθώντας να βελτιστοποιήσουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Η λογιστική διαχείριση των ακινήτων του χαρτοφυλακίου τους, δηλαδή η παρακολούθηση των μισθωμένων και προς πώληση ακινήτων, καθώς και της κατάστασης των μισθωμάτων σε σχέση με τους μισθωτές, γίνεται με τη χρήση συστημάτων διαχείρισης ακίνητης περιουσίας.

Στο τέλος του 2012 λειτουργούσαν πέντε εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, εκ των οποίων οι τρεις είναι εισηγμένες και οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο κλάδος των εταιρειών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας στην ελληνική αγορά έχει σημειώσει συνεχή πτωτική πορεία κατά τα τελευταία έτη, αναδεικνύοντας την φθίνουσα ελκυστικότητα της συγκεκριμένης μορφής συλλογικής επένδυσης.

Οι κυριότεροι Διαχειριστές - Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι:¹⁶

- **EUROBANK PROPERTIES A.E.E.A.Π.**
- **TRASTOR A.E.E.A.Π.**
- **MIG REAL ESTATE A.E.E.A.Π.**
- **ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π.**
- **INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL A.E.E.A.Π.**

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 αντιμετωπιστούν σε μεταγενέστερο χρόνο λαμβάνοντας υπόψη και την εμπειρία των εταιρειών που ήδη λειτουργούν και θα λειτουργήσουν ως Α.Ε.Ε.Α.Π.

Αν και ο νόμος διατρέχει την περίοδο αξιολόγησής του, αναντίρρητα, οι πρώτες επ' αυτού τροποποιήσεις με τον Ν.2992/2002, το υφιστάμενο σχετικό νομοθετικό πλαίσιο, σε συνδυασμό με τις εκδοθείσες ρυθμιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που σίγουρα χρήζει ανάγκη συμπληρώσεως και βελτιώσεων, αλλά και η εποπτική διαδικασία στην οποία υποβάλλεται η λειτουργία των εταιρειών αυτών, καθιστούν σήμερα τις Α.Ε.Ε.Α.Π. ως ένα από τα πιο ελκυστικά επενδυτικά

¹⁶ www.hcmc.gr

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 σε ένα προϊόν, που μπορεί να χαρακτηριστεί σαν ένα σύνθετο ομόλογο, από πλευράς σταθερότητας της απόδοσης που προσφέρει.

Σήμερα ήδη είναι ορατή η τάση ποιοτικής αναβάθμισης στον τομέα της ανάπτυξης των ακινήτων, της οργάνωσης και παροχής υπηρεσιών στο χώρο του Real Estate, όπως επίσης φανερό είναι η είσοδος και η ενεργοποίηση νέων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά. Ξένοι θεσμικοί επενδυτές πρόσφατα δηλώνουν δειλά το παρόν και την τροφοδοτούν με στοιχεία απαραίτητα για την ανάπτυξή της. Στο πλαίσιο αυτό οι Α.Ε.Ε.Α.Π. και τα αμοιβαία κεφάλαια 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 Ελλάδα.

Η δυνατότητα που παρέχεται από το νόμο για την απόκτηση ακινήτων μέσα στην ευρωπαϊκή αγορά θα απομακρύνει πιθανόν τον κίνδυνο της εξάντλησης των «ποιοτικών αποθεμάτων» σε ακίνητα, αλλά μπορεί και πάλι 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 την συνθέτουν και λειτουργούν παράπλευρα και υποστηρικτικά.

3.2 Ιστορική εξέλιξη των Α.Ε.Ε.Α.Π.

Ο θεσμός των Α.Ε.Ε.Α.Π αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ την δεκαετία του 1960 με στόχο να δώσει την δυνατότητα στους ιδιώτες επενδυτές και στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις τους στις εταιρείες αυτές, και με αυτόν τον τρόπο να αποκτήσουν συμμετοχή σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας και πρόσβαση στα εισοδήματα που δημιουργούνται από αυτά. Ουσιαστικά, εκτός από την παροχή της δυνατότητας συμμετοχής των μικροεπενδυτών σε μεγάλα επαγγελματικά διαχειριζόμενα προγράμματα real estate, κύριος σκοπός του εγχειρήματος ήταν η εξασφάλιση μεγάλης ρευστότητας, το οποίο είναι κάτι που λείπει σε σημαντικό βαθμό από τις επενδύσεις σε real estate. Το εγχείρημα αυτό περιλάμβανε κι ένα σύνολο πολύπλοκων τεχνικών οδηγιών, που διαβεβαίωναν πως τα REITs ήταν η έκδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όχι σε κινητές αξίες, αλλά αντιθέτως σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία.

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

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

φορολογική ελάφρυνση. Πάντως, πριν το 1970 υπήρχαν ελάχιστα REITs, που το σύνολο του ενεργητικού τους δεν υπερέβαινε το ένα δισεκατομμύριο δολάρια.

Τη δεκαετία του '70 έγινε ακόμα πιο αισθητή η παρουσία των REITs στις κεφαλαιαγορές. Τα περισσότερα REITs της δεκαετίας αυτής ήταν τα λεγόμενα mortgage REITs, τα οποία ήταν ευκαιριακά, και πολλές εμπορικές τράπεζες αποκλείστηκαν από το δικαίωμα διαχείρισης των REITs, διότι θεωρήθηκε από διάφορους ελέγχους που έγιναν, πως η διαχείριση των κεφαλαίων από την πλευρά τους ήταν λανθασμένη, αντιδεοντολογική και εις βάρος των μετόχων-επενδυτών. Παρόλο που συντελέστηκαν πολλές προσπάθειες για την προώθηση και την ανάπτυξη των mortgage REITs τη δεκαετία αυτή, το τελικό αποτέλεσμα ήταν η κατάρρευσή τους και οι δε λανθασμένες επιλογές στη διαχείρισή τους, τα οδήγησαν στο να τα αποκαλούν ως "αποδιοπομπαίους τράγους" των επενδυτικών χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Σε αντίθεση με τα προγενέστερα REITs, τα σημερινά REITs έχουν αποκτήσει πολύ μεγάλες διαστάσεις κι έχουν γνωρίσει πολύ μεγάλη ανάπτυξη και απήχηση από το επενδυτικό κοινό. Τούτο φυσικά οφείλεται σε μεγάλο βαθμό και στις θετικές οικονομικές συγκυρίες που επικρατούσαν στις αρχές του '90. Πιο συγκεκριμένα, οι άσχημες συνθήκες στην αγορά του real estate είχαν ξεπεραστεί και πολλοί βετεράνοι από το χώρο έκριναν ότι ήταν η κατάλληλη στιγμή γι'αυτούς να ξαναμπούν στα πράγματα. Θεώρησαν ότι οι τιμές των ακινήτων είχαν φτάσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα και λόγω των οικονομικών συνθηκών πίστευαν ότι είχε έρθει η ώρα να ανακάμψουν, και κατά συνέπεια η επένδυση σε αυτά θα ήταν άκρως επικερδής. Βέβαια, για την επίτευξη του παραπάνω ήταν αναγκαία η ύπαρξη κεφαλαίων και ρευστότητας και γι'αυτό το λόγο κρίθηκε ότι ήταν απαραίτητη η συμμετοχή των REITs στο παραπάνω εγχείρημα, καθώς προσέφεραν σημαντική ευελιξία και προοπτικές ανόδου. Οι επενδυτές τότε χαρακτήρισαν τα REITs σαν ένα πολύ σημαντικό επενδυτικό εργαλείο, το οποίο θα τους επέτρεπε όχι μόνο να κερδίσουν από αυτό, αλλά παράλληλα θα τους βοηθούσε να διατηρήσουν τη ρευστότητά τους και αυτό γιατί στις αρχές του '90 τα REITs είχαν αρχίσει να γίνονται μια ιδιαίτερα αποτελεσματική αγορά, η δε διαδικασία συναλλαγής τους πολύ εύκολη και η αποτίμησή τους γίνονταν καθημερινά από το Χρηματιστήριο. Οι εν λόγω εταιρείες επίσης, ήταν υποχρεωμένες να διανείμουν τα κέρδη τους ως μερίσματα, προκειμένου να επιτύχουν τις πολυπόθητες φορολογικές ελαφρύνσεις. Γι'αυτό το λόγο η απόδοση που είχαν οι επενδυτές από τα μερίσματα ήταν σταθερή και αναμενόμενη από αυτούς.

Λόγω αυτής της σταθερότητας και κανονικότητας που διέκρινε τις πληρωμές των REITs, το γεγονός αυτό τους έδωσε ένα χαρακτήρα ομολόγου και έγιναν ιδιαίτερα ελκυστικά στους επενδυτές εκείνους που αναζητούσαν μια κανονική και σταθερή ταμειακή εισροή χρημάτων από την επένδυσή τους. Η σημαντική αυτή ανάπτυξη των REITs τα έχει καταστήσει σήμερα απαραίτητα για κάθε χαρτοφυλάκιο, ειδικά στις ΗΠΑ και την Αυστραλία, όπου αυτά συναντούν σήμερα πολύ μεγάλη εξάπλωση. Μάλιστα οι Α.Ε.Ε.Α.Π. σήμερα στο εξωτερικό δεν επενδύουν μόνο σε κατοικίες, επαγγελματική στέγη, εμπορικά κέντρα και βιομηχανικά ακίνητα, αλλά επιπλέον έχουν εισχωρήσει και στο χώρο της υγείας επενδύοντας σε νοσοκομεία, κλινικές και άλλα τέτοιου είδους ακίνητα, αλλά και στον χώρο του τουρισμού επενδύοντας σε ξενοδοχεία.

3.3 REITs - Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της επένδυσης

Ο θεσμός των REITs εισήχθη σε αριθμό χωρών, τόσο στην Ευρώπη όσο και στον υπόλοιπο κόσμο, για τη διευκόλυνση των θεσμικών και ιδιωτικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Τα REITs διαφέρουν από χώρα σε χώρα, όμως σε γενικές γραμμές η δομή τους είναι σχεδιασμένη έτσι ώστε να προσφέρει στους επενδυτές το εισόδημα και την υπεραξία που αντιστοιχεί σε άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα. Πιο αναλυτικά, τα REITs είναι αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου (closed end funds), συνήθως εισηγμένα στο χρηματιστήριο, τα οποία επενδύουν σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα. Τα REITs εξασφαλίζουν μεγαλύτερη διαφάνεια στην αγορά ακινήτων, καθώς σε κάθε χρονική στιγμή η τιμή της μετοχής τους είναι γνωστή χωρίς να υπεισέρχεται η αβεβαιότητα των εκτιμήσεων των ακινήτων. Παράλληλα, το κόστος συναλλαγών είναι χαμηλό, ενώ η διαχείριση γίνεται από επαγγελματίες μάνατζερ με μεγάλη εμπειρία. Τα REITs διανέμουν το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους. Είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές μεταξύ των θεσμικών επενδυτών, αλλά προσελκύουν και το ενδιαφέρον μικροεπενδυτών, που επιζητούν να επενδύσουν σε εμπορική στέγη. Χωρίς τα REITs, οι μικροεπενδυτές αυτοί δεν θα μπορούσαν να επενδύσουν στην αγορά εμπορικής στέγης λόγω του μικρού μεγέθους των αποταμιεύσεών τους.

Ουσιαστικά, μια επένδυση σε REIT παρέχει σημαντικά πλεονεκτήματα σε σύγκριση με τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία:

- Τα REITs χαρακτηρίζονται από αυξημένη ρευστότητα σε σχέση με μια άμεση επένδυση σε ακίνητα.
- Σε αντίθεση με τις δυσκολίες που σχετίζονται με την πώληση ή τη μίσθωση ενός ακινήτου, τα REITs μπορούν να αυξήσουν τη ρευστότητά τους μέσω μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.
- Επιπλέον, τα REITs αποτελούν επιλογή για τους επενδυτές με συγκριτικά περιορισμένους πόρους, οι οποίοι υπό διαφορετικές συνθήκες δεν θα ήταν αρκετοί για οποιαδήποτε επένδυση σε ακίνητα. Επίσης, ο επενδυτής κατέχει μετοχές εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης.
- Τα REITs μπορούν να προσφέρουν διαφοροποίηση στους επενδυτές και κατ' επέκταση τη μείωση του ρίσκου από την επένδυση σε ένα συγκεκριμένο ακίνητο. Τα REITs κατέχουν χαρτοφυλάκια τα οποία περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό και μέγεθος ακίνητης περιουσίας, 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.
- Προσφέρουν υψηλές αποδόσεις οι οποίες, χάρη στο ευνοϊκό φορολογικό πλαίσιο που αφορά τις Α.Ε.Ε.Α.Π., μπορεί να είναι μεγαλύτερες από την μετά από φόρους απόδοση που λαμβάνει κάποιος ιδιώτης ιδιοκτήτης ακινήτου.
- Αντιπροσωπεύουν μια πολύ καλή προστασία ενάντια στον πληθωρισμό.
- Ελαχιστοποιούν τον επενδυτικό κίνδυνο λόγω της διασποράς του χαρτοφυλακίου και η επένδυση σε ακίνητα επηρεάζεται από εξωτερικές παρεμβάσεις πολύ λιγότερο απ' ό,τι μια επένδυση, π.χ., στο Χρηματιστήριο.
- Τυγχάνουν αποτελεσματικότερης διαχείρισης από ειδικευμένα στελέχη με τεχνογνωσία και πείρα, τα οποία στις περισσότερες περιπτώσεις αντιπροσωπεύουν νομικά πρόσωπα-διαχειριστές που κατέχουν κάποιο ποσοστό της Α.Ε.Ε.Α.Π. και συνεπώς τα συμφέροντά τους συμπίπτουν με τα συμφέροντα των επενδυτών.
- Επιπλέον, ένα βασικό χαρακτηριστικό όλων των REITs είναι η εσωτερική (internal) ή εξωτερική (external) επαγγελματική διαχείριση του

χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους (fund management), η οποία γίνεται από εξειδικευμένους επαγγελματίες που εστιάζουν στη διαχείριση, με τον καλύτερο τρόπο, του χαρτοφυλακίου της εταιρείας, εντοπίζοντας τις καλύτερες επενδύσεις σε ακίνητα, προβαίνοντας σε διαφοροποίηση των πιθανών κινδύνων και στη μεγιστοποίηση των κερδών για τους μετόχους. Αντίστοιχες δυνατότητες δεν υφίστανται, ή είναι πολύ πιο ακριβές, όταν κάποιος επενδύει μόνος τους σε μεμονωμένα ακίνητα.

- Ένα άλλο πλεονέκτημα των REITs είναι το χαμηλό κόστος συναλλαγών για τους μετόχους τους. Οι άμεσες αποκτήσεις ακινήτων έχουν συνήθως μεγαλύτερο κόστος (π.χ. φόρος μεταβίβασης, τέλη συναλλαγών, φόρος υπερτιμήματος, κόστη μεταγραφής, νομικά και συμβολαιογραφικά έξοδα κ.λπ.) σε σχέση με το κόστος μιας χρηματιστηριακής συναλλαγής για την αγοραπωλησία μετοχών.
- Τέλος, τα REITs παρέχουν τη δυνατότητα συνεχούς και "αντικειμενικής" αποτίμησης της αξίας της επένδυσης.

Το βασικότερο πρόβλημα στην αγορά ακινήτων είναι η έλλειψη μιας κεντρικής συναλλακτικής αγοράς αντίστοιχη με αυτή των μετοχών. Έτσι, η άμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία εμπλέκει θέματα που σχετίζονται με την αποτίμηση της επένδυσης από εμπειρογνώμονες ή μη ειδικούς, γεγονός που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο για τη "δίκαιη" αποτίμηση της επένδυσης. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν και κάποια βασικά μειονεκτήματα:

- ✓ Η έλλειψη άμεσου ελέγχου της διαχείρισης, η οποία υπάρχει στις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και που για πολλούς, συνήθως μη θεσμικούς επενδυτές είναι επιθυμητή.
- ✓ Η διακύμανση που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τους καθώς αυτές επηρεάζονται από τις γενικές τάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές που είναι εισηγμένες. 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.

3.4 Σύσταση - Σκοπός Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας

Οι Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (Ε.Ε.Α.Π.)¹⁷ είναι ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας, δικαιώματος αγοράς ακινήτου δια προσυμφώνου και γενικώς τη διενέργεια επενδύσεων.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Ε.Α.Π. έχει ελάχιστο ύψος 25.000.000 ευρώ που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Το εν λόγω μετοχικό κεφάλαιο συγκροτείται από εισφορές μετρητών, μέσων χρηματαγοράς, κινητών αξιών και ακινήτων, καθώς και άλλων κινητών ή ακινήτων, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας. Η εισφορά κατά τη σύσταση της εταιρείας, άλλων από μετρητά στοιχεία, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει ως προς την αξία τους, τα όρια που τίθενται από τον παρόντα νόμο για τις επενδύσεις της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας. Η αποτίμηση των εισφορών σε είδος διενεργείται κατ' εφαρμογή του άρθρου 9 του κωδικοποιημένου νόμου Ν.2190/1920, ενώ ως προς τα μέσα χρηματαγοράς και τις κινητές αξίες της περίπτωσης δ' της παραγράφου 3 του άρθρου_22, εφαρμόζονται οι διατάξεις του άρθρου 11 του νόμου 4099/2012 (ΦΕΚ 250/Α/2012).

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, απαιτείται προηγουμένως να έχει χορηγηθεί άδεια λειτουργίας αυτής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αντίστοιχη άδεια λειτουργίας απαιτείται και για τη μετατροπή υφιστάμενης εταιρείας σε Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.

Για τη χορήγηση (από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) άδειας λειτουργίας σε Α.Ε.Ε.Α.Π. συνεκτιμώνται:

- το επενδυτικό σχέδιο της εταιρείας,
- η οργάνωσή της,
- τα τεχνικά και οικονομικά μέσα αυτής,
- η αξιοπιστία και πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν,
- η καταλληλότητα των ιδρυτών της για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας και
- η ύπαρξη κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

¹⁷ www.technologismiki.com

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται με απόφασή της να εξειδικεύει τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία, καθώς και κάθε τεχνικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε Α.Ε.Ε.Α.Π. Συμπληρωματικά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για τη χορήγηση της ανωτέρω άδειας λειτουργίας, εξετάζει επίσης κατά πόσο τα μέλη της διοίκησης και τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας διαθέτουν εμπειρία στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητα. Έτσι λοιπόν η υποψήφια εταιρεία υποβάλλει, με την αίτηση για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, λεπτομερή περιγραφή της επενδυτικής πολιτικής και των χρήσεων ακινήτων, στα οποία η εταιρεία θα επενδύει τα διαθέσιμά της, συμπεριλαμβανομένων των στοιχείων της αγοράς, στα οποία βασίζεται η στρατηγική της και των μέσων που αυτή προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων.

Πριν από την είσοδο των μετοχών της Α.Ε.Ε.Α.Π. σε οργανωμένη αγορά, πρόσωπο που επιθυμεί να αποκτήσει μετοχές Α.Ε.Ε.Α.Π. ή δικαιώματα ψήφου που συνδέονται με αυτές, έτσι ώστε η συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο ή στα δικαιώματα ψήφου της εταιρείας, άμεσα ή έμμεσα, να υπερβαίνει τα όρια των 10%, 20%, 33,3%, 50% και 66,6%, υποχρεούται να ανακοινώσει, τουλάχιστον ένα μήνα νωρίτερα, την πρόθεσή του αυτή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να της παράσχει κάθε απαραίτητο στοιχείο για να κρίνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την καταλληλότητά του για τη διασφάλιση της χρηστής διοίκησης και διαχείρισης της Α.Ε.Ε.Α.Π. Ως έμμεση συμμετοχή νοείται η απόκτηση ή η άσκηση δικαιωμάτων ψήφου.

Αξίζει επίσης να σημειωθούν τα ακόλουθα:

- Για κάθε τροποποίηση του καταστατικού των Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, καθώς και για κάθε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, απαιτείται προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Οι εν λόγω εταιρείες υποχρεούνται ν'αναγράφουν, κάτω από την εταιρική τους επωνυμία, τον αριθμό της άδειας λειτουργίας τους.
- Οι μετοχές των ανωτέρω εταιρειών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές.
- Απαγορεύεται η εταιρεία να εκδίδει ιδρυτικούς τίτλους.

Όσον αφορά τα διαθέσιμα των Α.Ε.Ε.Α.Π., αυτά επενδύονται:

- ❖ Σε ακίνητη περιουσία, κατά ποσοστό τουλάχιστον 80% του ενεργητικού της.
- ❖ Σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς.
- ❖ Σε κινητές αξίες.
- ❖ Σε άλλα κινητά και ακίνητα που εξυπηρετούν λειτουργικές ανάγκες της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, τα οποία δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν σωρευτικά, κατά την απόκτησή τους, το 10% του ενεργητικού της.

Η Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας δύναται να τηρεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς ως μορφή τοποθέτησης για εύλογο χρόνο έως τη διενέργεια των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Ως «ακίνητη περιουσία» (στην οποία δύνανται να επενδύουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π) νοούνται τα κάθε είδους ακίνητα που βρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο Κράτος-Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος, αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συστήνεται επικαρπία υπέρ της εταιρείας και εφόσον τα οποία εμπίπτουν σε μία από τις παρακάτω κατηγορίες:

- Δύνανται να χρησιμοποιηθούν άμεσα ως α)α) επαγγελματική στέγη, για εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό, συμπεριλαμβανομένων ενδεικτικώς των ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων, της τουριστικής κατοικίας και των μαρίνων ελλιμενισμού ή και β)β) ως κατοικίες με σκοπό την εκμετάλλευσή τους, συμπεριλαμβανομένης της εξοχικής κατοικίας, μόνα τους ή από κοινού με άλλα ακίνητα. Το σύνολο των επενδύσεων της εταιρείας σε ακίνητα οικιστικού σκοπού, κατά το χρόνο κτήσεως, πρέπει να είναι κατώτερο του 25% του συνόλου των επενδύσεών της.
- Είναι υπό ανέγερση, συμπεριλαμβανομένων των οικοπέδων επί των οποίων έχει εκδοθεί άδεια οικοδομής ακινήτου, αποπεράτωση, επισκευή, αναπαλαίωση, συντήρηση, μεταβολή χρήσης, σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, ειδικά προς αυτόν το σκοπό και που κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και επιπλέον, οι ανωτέρω εργασίες είναι δυνατόν να

ολοκληρωθούν εντός 36 μηνών από την ημερομηνία έκδοσης της οικοδομικής άδειας, εφόσον η άδεια εκδοθεί από την Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας μετά την απόκτηση του ακινήτου από αυτή. Αν η άδεια προϋπήρχε, το χρονικό διάστημα των τριάντα έξι μηνών ισχύει από την ημερομηνία απόκτησης του ακινήτου από την Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας. Σε περίπτωση αναθεώρησης της άδειας, το ανωτέρω διάστημα παρατείνεται έως τη λήξη ισχύος της αναθεώρησης. Σε περίπτωση που το έργο προβλέπεται να ολοκληρωθεί σε διαδοχικές φάσεις λόγω του μεγέθους του, το ανωτέρω διάστημα θα αφορά στην πρώτη φάση του έργου. Τα έξοδα των ανωτέρω εργασιών για τα ακίνητα της κατηγορίας αυτής δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, το 40% επί του συνόλου των επενδύσεων της εταιρείας σε ακίνητη περιουσία, όπως αυτή θα έχει διαμορφωθεί μετά την ολοκλήρωση των εργασιών.

- Ευρίσκονται σε τρίτα, εκτός Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, κράτη και είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν άμεσα εφόσον στο σύνολό τους δεν υπερβαίνουν σε αξία το 20% του συνόλου των επενδύσεων της εταιρείας σε ακίνητα.

Η Α.Ε.Ε.Α.Π. δύναται επίσης να επενδύει σε:

- δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, είτε με απευθείας κατάρτιση από την εταιρεία σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων είτε με εκχώρηση σε αυτήν προϋφιστάμενης σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων που έχει συνάψει τρίτος, ή και
- δικαιώματα επιφανείας, όπως εκάστοτε ισχύει, καθώς και μακροχρόνιες παραχωρήσεις χρήσης ή εμπορικής εκμετάλλευσης ακινήτων όπως, ενδεικτικά, εκτάσεων για ανέγερση ξενοδοχειακών και εν γένει τουριστικού ενδιαφέροντος εγκαταστάσεων, μαρίνων ελλιμενισμού, εκτάσεων δυναμένων να υπαχθούν σε προνομιακό ή ιδιαίτερο καθεστώς δόμησης και οικιστικής ανάπτυξης, εκτάσεων ιδιαίτερου φυσικού κάλλους των οποίων η αξιοποίηση είναι επιτρεπτή υπό ιδιαίτερους όρους, ή και
- απαιτήσεις προς απόκτηση ακίνητης περιουσίας βάσει προσυμφώνων, υπό την προϋπόθεση ότι έχει συμβατικώς διασφαλισθεί 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 χρησιμοποίηση τους ως επαγγελματικής στέγης ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό εντός 6 μηνών από την απόκτηση τους ή και

- τουλάχιστον 80% των μετοχών ανώνυμης εταιρείας με αποκλειστικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων, το σύνολο του παγίου κεφαλαίου της οποίας είναι επενδεδυμένο σε ακίνητα, ή εταιρείας χαρτοφυλακίου, ή και
- τουλάχιστον 80% των μετοχών εταιρείας συμμετοχών, που επενδύει αποκλειστικώς σε εταιρείες της παραπάνω περίπτωσης, ή και
- τουλάχιστον 25% των μετοχών εταιρείας με την οποία η Α.Ε.Ε.Α.Π. συνδέεται με σχέση μητρικής και θυγατρικής, εφόσον:
 - σκοπός της θυγατρικής εταιρείας είναι η απόκτηση, διαχείριση και εκμετάλλευση ακινήτων, περιλαμβανομένης της διενέργειας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και
 - σκοπός της συμμετοχής της Α.Ε.Ε.Α.Π. στο κεφάλαιο της θυγατρικής της είναι η εφαρμογή κοινής επιχειρηματικής στρατηγικής ή στρατηγικών για την ανάπτυξη ακινήτου ή ενότητας ακινήτων ελάχιστης αξίας τουλάχιστον 10.000.000 ευρώ, σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου της θυγατρικής εταιρείας, εγκρίνεται από το διοικητικό συμβούλιο της Α.Ε.Ε.Α.Π. και κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το εν λόγω αναλυτικό πρόγραμμα μαζί με έκθεση προόδου αυτού, εγκρίνεται ετησίως από το διοικητικό συμβούλιο της θυγατρικής και η σχετική έκθεση προόδου τίθεται υπόψη του διοικητικού συμβουλίου της Α.Ε.Ε.Α.Π., που τοποθετείται σχετικώς και αξιολογεί την πρόοδο του προγράμματος. Η σχετική έκθεση αξιολόγησης του Διοικητικού Συμβουλίου της Α.Ε.Ε.Α.Π. υποβάλλεται από την Α.Ε.Ε.Α.Π. στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Παράλληλα, η αξία του συνόλου των ακινήτων, που δεν έχουν αποκτηθεί κατά πλήρη κυριότητα από την εταιρεία, δεν πρέπει να υπερβαίνει το 20% του συνόλου της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.

Επιτρέπονται ακόμα επενδύσεις σε δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, είτε με απευθείας κατάρτιση από την εταιρεία σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων, είτε με εκχώρηση σε αυτήν προϋφιστάμενης σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων που έχει συνάψει τρίτος. Η αξία του συνόλου αυτών των δικαιωμάτων πρέπει να είναι κατώτερη κατά το χρόνο κτήσεως του 25% του συνόλου των επενδύσεων της ΑΕΑΑΠ.

Η αξία κάθε ακινήτου πρέπει να είναι κατώτερη κατά το χρόνο της απόκτησης ή της ολοκλήρωσης των εργασιών του 25% της αξίας του συνόλου των επενδύσεών της. Ο ανωτέρω περιορισμός ισχύει ως προς την αξία του κάθε ακινήτου που αποκτά η θυγατρική της Α.Ε.Ε.Α.Π.. Η επένδυση της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας σε εταιρία συμμετοχών πρέπει να είναι κατώτερη σε αξία ποσοστού 25% του συνόλου των επενδύσεων της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.

3.5 Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί η Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας

Λαμβάνοντας υπόψη τη φύση και την κλίμακα των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων, η Α.Ε.Ε.Α.Π. πρέπει να πληροί, καθ'όλη τη διάρκεια της λειτουργίας της, τις προϋποθέσεις με βάση τις οποίες έλαβε τη σχετική άδεια.

Επιπλέον κατά τη λειτουργία της η Α.Ε.Ε.Α.Π.:

- Θεσπίζει και εφαρμόζει διαδικασίες λήψης αποφάσεων, διαθέτει οργανωτική διάρθρωση που προσδιορίζει σαφώς και με τεκμηριωμένο τρόπο την ιεραρχική δομή και την κατανομή λειτουργιών και αρμοδιοτήτων.
- Διασφαλίζει ότι τα πρόσωπα που απασχολεί, γνωρίζουν τις διαδικασίες που πρέπει να ακολουθούνται για την ορθή άσκηση των αρμοδιοτήτων τους.
- Θεσπίζει και εφαρμόζει κατάλληλους μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου για τη διασφάλιση της συμμόρφωσης με τις αποφάσεις και τις διαδικασίες σε όλα τα επίπεδα.
- Χρησιμοποιεί προσωπικό με τις ικανότητες, τις γνώσεις και την εμπειρία, που απαιτούνται για την άσκηση των αρμοδιοτήτων που του έχουν ανατεθεί.

Ειδικά για τους υπαλλήλους και τα στελέχη που ασχολούνται με την ανάλυση της αγοράς ακινήτων, απαιτούνται εξειδικευμένες γνώσεις στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας.

- Θεσπίζει και εφαρμόζει αποτελεσματικές διαδικασίες αναφορών και επικοινωνίας σε όλα τα επίπεδα.
- Διατηρεί αρχεία των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και της εσωτερικής της οργάνωσης.
- Διασφαλίζει ότι η τυχόν άσκηση διαφορετικών λειτουργιών από τα καλυπτόμενα πρόσωπα δεν τα εμποδίζει, ούτε είναι πιθανό να τα εμποδίσει, να ασκήσουν οποιαδήποτε λειτουργία με επιμέλεια, εντιμότητα και επαγγελματισμό.

3.6 Εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας σε οργανωμένη αγορά¹⁸

Η Α.Ε.Ε.Α.Π. εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της σε οργανωμένη αγορά εντός δύο ετών από τη σύστασή της. Κατά το χρόνο της εισαγωγής, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας πρέπει να έχει επενδυθεί σε ποσοστό τουλάχιστον 50% σε ακίνητη περιουσία. Σε περίπτωση μετατροπής εταιρείας σε Α.Ε.Ε.Α.Π., η υποχρεωτική εισαγωγή των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά, κατά τα ανωτέρω, πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε διάστημα 2 ετών από την ολοκλήρωση της διαδικασίας μετατροπής.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, ύστερα από αίτηση της εταιρείας, να παρατείνει την προθεσμία για διάστημα που δεν μπορεί να υπερβεί τους 24 μήνες από την ημερομηνία λήξης αυτής σε περίπτωση ανωτέρας βίας ή αν κρίνει ότι οι συνθήκες της αγοράς θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη της εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας στην οργανωμένη αγορά. Παράταση που είχε χορηγηθεί κατά τις προϋσχύσασες διατάξεις εξακολουθεί ισχύουσα για χρονικό διάστημα 12 μηνών από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου.

Εάν η εταιρεία εντός ενός έτους από τη σύσταση της, δεν υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χ.Α, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί υποχρεωτικά την άδεια λειτουργίας της και η εταιρεία τίθεται υπό εκκαθάριση.

¹⁸ www.opengov.gr

Σε περίπτωση ανάκλησης της άδειας λειτουργίας της Α.Ε.Ε.Α.Π. ανακαλούνται τα προβλεπόμενα για αυτήν φορολογικά οφέλη, καθώς και οποιεσδήποτε άλλες ευνοϊκές για αυτήν φορολογικές ρυθμίσεις που θεσπίζονται σε άλλους νόμους.

3.7 Αποτίμηση της αξίας των επενδυτικών δραστηριοτήτων των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας¹⁹

Αναφορικά με την αποτίμηση της αξίας των επενδυτικών δραστηριοτήτων των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, έχουμε ν'αναφέρουμε τα ακόλουθα:

- ✓ Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων των εν λόγω εταιρειών διενεργείται στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης, από νόμιμο ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την ειδική τακτική έκθεση που συντάσσεται κάθε φορά για το σκοπό αυτόν, από ανεξάρτητο εκτιμητή. Τόσο ο εκτιμητής όσο και ο ελεγκτής ορίζονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της Α.Ε.Ε.Α.Π.
- ✓ Η επένδυση των διαθεσίμων της εταιρείας σε ακίνητο ή σε δικαίωμα επί ακινήτου, προϋποθέτει προηγούμενη εκτίμηση της αξίας του από ανεξάρτητο εκτιμητή. Εξυπακούεται ότι ο εκτιμητής διενεργεί εκτίμηση της αξίας του ακινήτου, πριν την απόκτηση αυτού από την Α.Ε.Ε.Α.Π.
- ✓ Η αποτίμηση των ακινήτων, στα οποία αφορούν οι απαιτήσεις αυτές, πραγματοποιείται πριν από την οριστική μεταβίβασή τους στην Α.Ε.Ε.Α.Π. Κατά την αποτίμηση λαμβάνεται υπόψη κάθε γεγονός, το οποίο μέχρι την ημερομηνία ένταξης της ακίνητης περιουσίας στις επενδύσεις της Α.Ε.Ε.Α.Π., μπορεί να επηρεάσει την αξία της συγκεκριμένης ακίνητης περιουσίας.

Έτσι λοιπόν, η ανωτέρω εκτίμηση είναι δεσμευτική για την Α.Ε.Ε.Α.Π. Το τίμημα που καταβάλλεται ή εισπράττεται από την Α.Ε.Ε.Α.Π. για την απόκτηση ή την εκποίηση της ακίνητης περιουσίας ή του δικαιώματος επί ακινήτου επιτρέπεται να είναι υψηλότερο ή χαμηλότερο, αντιστοίχως, μέχρι 5% από την αξία τους, όπως αυτή έχει προσδιοριστεί από τον εκτιμητή.

¹⁹ www.forin.gr

3.8 Θεματοφύλακας – Κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης²⁰

Οι επενδύσεις της εταιρείας σε κινητές αξίες κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα που είναι εγκατεστημένο και λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Ο θεματοφύλακας μπορεί να αναθέτει τη φύλαξη κινητών αξιών σε άλλα πρόσωπα. Ευθύνεται έναντι της εταιρείας και των μετόχων της για κάθε πταίσμα κατά την ενάσκηση των καθηκόντων του.

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν για τις εταιρείες, των οποίων κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά, εφαρμόζονται αναλόγως και στις Α.Ε.Ε.Α.Π., από τη σύστασή τους. Από τη σύστασή της, η Α.Ε.Ε.Α.Π. καταρτίζει τις οικονομικές καταστάσεις της με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ). Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. που υφίστανται κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου και των οποίων οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί ακόμη σε οργανωμένη αγορά, υποχρεούνται να συμμορφωθούν εντός τριμήνου από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου.

3.9 Εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων²¹

Κρίνεται σκόπιμο ν'αναφερθεί ότι οι Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας δημοσιεύουν στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου κατάσταση επενδύσεων των διαθεσίμων τους, με ξεχωριστή αναφορά σε κάθε κατηγορία επενδύσεων. Η πρώτη κατάσταση επενδύσεων επιτρέπεται να καλύπτει περίοδο μεγαλύτερη του εξαμήνου, ώστε η ημερομηνία της να συμπέσει με το πέρας ημερολογιακού εξαμήνου, χωρίς όμως αυτή η περίοδος να μπορεί να υπερβεί το έτος.

Η κατάσταση περιλαμβάνει (όσον αφορά τα ακίνητα) τα παρακάτω στοιχεία:

- την περιγραφή κάθε ακινήτου,
- το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί,
- την εμπορική του αξία σε σχέση με την αντικειμενική,
- κάθε άλλο στοιχείο που κρίνεται χρήσιμο για την αξιολόγηση των επενδύσεων της Α.Ε.Ε.Α.Π.

²⁰ www.ered.gr

²¹ www.pxpa.gr

Όσον αφορά τα δικαιώματα επικαρπίας, ψιλής κυριότητας και χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων, η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιέχει υποχρεωτικά τα ακόλουθα:

- περιγραφή του δικαιώματος
- την πραγματική αξία του δικαιώματος, σε σχέση με την εμπορική και αντικειμενική αξία του ακινήτου στο οποίο αναφέρεται,
- οποιοδήποτε άλλο χρήσιμο στοιχείο για την αξιολόγηση των συγκεκριμένων επενδύσεων.

Επιπροσθέτως, αξίζει να σημειωθεί ότι η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων βασίζεται σε έκθεση ανεξάρτητου εκτιμητή και ελέγχεται από νόμιμο ελεγκτή ή ελεγκτικό γραφείο. Υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αναρτάται στην ιστοσελίδα της εταιρείας και της αγοράς στην οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι μετοχές της ή μόνο στην ιστοσελίδα της εταιρείας αν δεν έχει διενεργηθεί η εισαγωγή των μετοχών της σε αγορά. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, με απόφασή της, να ορίσει το ειδικότερο περιεχόμενο της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων της εταιρείας επένδυσης ακίνητης περιουσίας.

3.10 Δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις²²

Η σύναψη δανείων από Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας και η παροχή πιστώσεων σ' αυτή επιτρέπεται, για ποσά τα οποία, στο σύνολό τους, δεν υπερβαίνουν το 75% του ενεργητικού της. Τα δάνεια συνάπτονται και οι πιστώσεις παρέχονται από πιστωτικό ίδρυμα.

Τα δάνεια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν και οι πιστώσεις μπορούν να δοθούν τόσο για την απόκτηση όσο και για την αξιοποίηση ακινήτων στα οποία επενδύονται ή έχουν επενδυθεί τα διαθέσιμα της Α.Ε.Ε.Α.Π. Επίσης, για την εξασφάλιση των παραπάνω δανείων και πιστώσεων, επιτρέπεται η σύσταση βαρών επί των κινητών ή ακινήτων της εν λόγω εταιρείας. Τέλος, επισημαίνεται ότι η κάθε Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας μπορεί να συνάπτει δάνεια με πιστωτικό ίδρυμα, για την απόκτηση ακινήτων που θα χρησιμοποιηθούν για τις λειτουργικές της ανάγκες,

²² www.epixeirisi.gr

εφόσον το ύψος των δανείων στο σύνολό τους, δεν θα υπερβαίνει το 10% της αξίας του συνόλου των ίδιων κεφαλαίων της ανωτέρω εταιρείας.

3.11 Διανομή κερδών²³

Αναφορικά με τη διανομή των κερδών, η Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το 50% των ετήσιων καθαρών κερδών της. Τα κέρδη που σχετίζονται με την υπεραξία από την πώληση ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται στη διανομή. Επιτρέπεται η διανομή χαμηλότερου ποσοστού ή η μη διανομή μερίσματος από την εταιρεία, με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης εφόσον το καταστατικό της περιέχει πρόβλεψη, είτε για σχηματισμό έκτακτου αποθεματικού από λοιπά έσοδα εκτός από κέρδη κεφαλαίου, είτε για δωρεάν διανομή μετοχών προς τους μετόχους με αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Επίσης με απόφαση της γενικής συνέλευσης δύναται να σχηματιστεί τακτικό αποθεματικό.

3.12 Αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας²⁴

Στο τέλος κάθε έτους, όσον αφορά την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, αξίζει να αναφέρουμε ότι:

- Εάν κατά την ετήσια αποτίμηση κάθε ακινήτου των επενδύσεων της εν λόγω εταιρείας σε ακίνητη περιουσία (στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης) διαπιστωθεί υποτίμηση της αξίας του, σε σχέση με την αξία κτήσης του, η Α.Ε.Ε.Α.Π. υποχρεούται να καταχωρήσει τη σχετική ζημία στα αποτελέσματα της συγκεκριμένης οικονομικής χρήσης.
- Εάν κατά την ετήσια αποτίμηση κάθε ακινήτου των επενδύσεων της εν λόγω εταιρείας σε ακίνητη περιουσία, στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης,

²³ www.technologismiki.com

²⁴ Αλεξανδρίδης Μ., Διαχείριση Επενδύσεων, 2005, σελ. 224

διαπιστωθεί ανατίμηση της αξίας του, σε σχέση με την αξία κτήσης του, η Α.Ε.Ε.Α.Π. αναγράφει, στις οικονομικές της καταστάσεις, την αξία κτήσης του. Έτσι λοιπόν, η υπεραξία που διαπιστώνεται από την αποτίμηση, αναγράφεται σε ξεχωριστή πρόσθετη κατάσταση υπεραξιών ακινήτων, η οποία συνοδεύει τους ισολογισμούς της συγκεκριμένης οικονομικής χρήσης.

- Εάν στο τέλος μιας εταιρικής χρήσης προκύψει ζημία από την αποτίμηση των κινητών αξιών της Α.Ε.Ε.Α.Π., η εν λόγω ζημία καταχωρείται στα αποτελέσματα της συγκεκριμένης οικονομικής χρήσης.

3.13 Απαγόρευση μεταβίβασης ακινήτου ή δικαιώματος επί ακινήτου της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας σε συγκεκριμένα πρόσωπα²⁵

Όσον αφορά τη μεταβίβαση ακινήτων σε άλλες συνδεδεμένες με την Α.Ε.Ε.Α.Π. εταιρείες, επιτρέπεται μόνον κατόπιν προηγούμενης άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία παρέχεται εφόσον η μεταβίβαση γίνεται με όρους αγοράς και είναι επωφελής για την Α.Ε.Ε.Α.Π.

Μετά την ολοκλήρωση της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των μετοχών της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας σε οργανωμένη αγορά, απαγορεύεται περαιτέρω η μεταβίβαση προς την Α.Ε.Ε.Α.Π. ακινήτων που ανήκουν σε:

- ο μετόχους της Α.Ε.Ε.Α.Π. που κατέχουν, άμεσα ή έμμεσα, μέσω συνδεδεμένων ή μέσω προσώπων που ελέγχονται από αυτά, ποσοστό τουλάχιστον 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Ε.Α.Π., και
- ο μέλη του διοικητικού συμβουλίου της, γενικούς διευθυντές ή διευθυντές της, συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας, καθώς και σε ελεγχόμενα από αυτούς, κατά την ανωτέρω έννοια, νομικά πρόσωπα.

²⁵ www.opengov.gr

Η απαγόρευση δεν καταλαμβάνει την εισφορά ακινήτων στην Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων Ακινήτων κατά το στάδιο σύστασης ή μεταγενέστερης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Ταυτόχρονα, η μεταβίβαση ακινήτων από την Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας σε μετόχους που κατέχουν, άμεσα ή έμμεσα, ποσοστό μικρότερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Ανώνυμης Εταιρείας Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, επιτρέπεται μετά από ειδική άδεια της Γενικής Συνέλευσης.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι μεταβίβαση ακινήτων σε άλλες συνδεδεμένες με την Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας εταιρείες, επιτρέπεται μόνον κατόπιν προηγούμενης άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία παρέχεται, εφόσον η μεταβίβαση γίνεται με όρους αγοράς και είναι επωφελής για την Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας. Οι ειδικότεροι όροι εφαρμογής της παρούσας παραγράφου μπορεί να εξειδικεύονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Παράλληλα, δεν επιτρέπεται η μεταβίβαση των μετοχών θυγατρικής εταιρείας που κατέχει η Ανώνυμη Εταιρεία Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας ή ακινήτου, στο οποίο αυτή έχει επενδύσει διαθέσιμά της, πριν από την πάροδο 12 μηνών από την απόκτησή τους.

3.14 Εποπτεία-Κυρώσεις²⁶

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία και τον έλεγχο της εφαρμογής του παρόντος νόμου και των κανονιστικών αποφάσεων λειτουργίας των Α.Ε.Ε.Α.Π. που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του. Κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να διενεργεί ελέγχους και να αναθέτει σε νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία τη διενέργεια εκτάκτων ελέγχων. Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. και οι θυγατρικές τους υποχρεούνται να θέτουν στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των εντεταλμένων οργάνων της τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη διενέργεια του ελέγχου.

²⁶ www.pxpa.gr

Τα εντεταλμένα όργανα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά περίπτωση μπορούν:

- ❖ να έχουν πρόσβαση σε οποιοδήποτε έγγραφο υπό οποιαδήποτε μορφή και να λαμβάνουν αντίγραφο του και
- ❖ να ζητούν πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο και, εφόσον είναι απαραίτητο, να καλούν και να λαμβάνουν μαρτυρικές καταθέσεις από οποιοδήποτε πρόσωπο.

Αν παραβιαστούν οι διατάξεις του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει στην Α.Ε.Ε.Α.Π. επίπληξη ή πρόστιμο ύψους από 1.000 ευρώ έως 1.000.000 ευρώ. Για την επιλογή της κύρωσης και κατά την επιμέτρηση του προστίμου λαμβάνονται ενδεικτικώς υπόψη:

- το μέγεθος και η σημασία της παράβασης,
- ο κίνδυνος πρόκλησης βλάβης στα συμφέροντα των επενδυτών,
- το ύψος της ζημίας που προκλήθηκε σε επενδυτές και της τυχόν αποκατάστασής της,
- η λήψη μέτρων από την εταιρεία για την συμμόρφωσή της στο μέλλον,
- ο βαθμός υπαιτιότητας της εταιρείας,
- ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά το στάδιο διερεύνησης και ελέγχου,
- οι ανάγκες της γενικής και ειδικής πρόληψης και
- η τυχόν καθ' υποτροπήν τέλεση παραβάσεων του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει σε μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, σε μετόχους και σε διευθυντικά στελέχη της Α.Ε.Ε.Α.Π. και των θυγατρικών, που παραβαίνουν τις διατάξεις του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του, επίπληξη ή πρόστιμο ύψους από 500 ευρώ μέχρι 200.000 ευρώ. Το πρόστιμο μπορεί να ανέρχεται μέχρι του ποσού των 600.000 ευρώ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο ύψους μέχρι 400.000 ευρώ σε πρόσωπα τα οποία, εν γνώσει τους, προβαίνουν σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία Α.Ε.Ε.Α.Π. και των θυγατρικών τους, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων και αποδόσεών της, με σκοπό να προσελκύσουν σε αυτήν επενδυτές. Όποιος εν γνώσει του προβαίνει σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία

Α.Ε.Ε.Α.Π. και των θυγατρικών τους, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων και αποδόσεών της, με σκοπό να προσελκύσει σε αυτήν επενδυτές παραπλανώντας τους, τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον 3 μηνών και χρηματική ποινή από 50.000 ευρώ μέχρι 300.000 ευρώ. Ταυτόχρονα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο μέχρι 300.000 ευρώ σε όποιον δεν συνεργάζεται σε έλεγχο - έρευνα που διενεργείται στην Α.Ε.Ε.Α.Π.

Τέλος επιτρέπεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να δημοσιοποιεί οποιαδήποτε μέτρα ή κυρώσεις επιβάλλει σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του, εκτός εάν η δημοσιοποίηση ενδέχεται να διαταράξει σοβαρά τις χρηματοπιστωτικές αγορές, να είναι επιζήμια για τα συμφέροντα των επενδυτών ή να προκαλέσει δυσανάλογη ζημία στα εμπλεκόμενα μέρη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

4.1 Στόχοι και αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς²⁷

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι ένα ανεξάρτητο όργανο εποπτείας με μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου. Η έδρα της βρίσκεται στην Αθήνα και η λειτουργία της διέπεται από τους Νόμους 1969/91, 2166/93, 2324/95 και 2396/96. Λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. Η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν βαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, οι δε πόροι της προέρχονται από τέλη και εισφορές που βαρύνουν τους εποπτευόμενους φορείς. Ο προϋπολογισμός της Επιτροπής συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαύουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέτει τους γενικούς κανόνες της οργάνωσης και λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και εκδίδει οδηγίες προκειμένου να καθοριστεί ο τρόπος εφαρμογής αυτών των κανόνων. Λαμβάνει εκείνα τα μέτρα τα οποία είναι χρήσιμα για την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς. Λειτουργικός της στόχος είναι να προάγει τη σταθερότητα στην αγορά κεφαλαίου, να ενισχύει τη δημόσια εμπιστοσύνη στους θεσμούς της εποπτείας και στους κανόνες συμπεριφοράς στην κεφαλαιαγορά με τον περιορισμό του συστημικού κινδύνου και να εξασφαλίσει την προστασία του συμφέροντος του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

²⁷ www.hcmc.gr

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι υπεύθυνη για να εξασφαλίσει ότι οι εποπτευόμενοι φορείς, όπως αυτοί αναφέρονται στη σχετική νομοθεσία, λειτουργούν σύμφωνα με τους νόμους, τα προεδρικά διατάγματα, τους θεσμικούς κανόνες και τις οδηγίες που εκδίδονται από τις αρχές. Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες και οι Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά Αξιών Χ.Α., η Αγορά Παραγώγων Χ.Α., και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δικαιούται να επιβλέπει τη δράση των εποπτευόμενων φορέων με την έκδοση θεσμικών κανόνων και οδηγιών, οι οποίοι λαμβάνουν τη μορφή γενικών κανόνων που είναι δεσμευτικοί για τους εποπτευόμενους. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφασίζει για κανόνες διοικητικής λογιστικής οργάνωσης και μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου προστασίας των δικαιωμάτων των επενδυτών προκειμένου περί της ασφαλούς, έγκυρης και έγκαιρης πληροφόρησής τους, καθώς και κάθε άλλου ειδικού θέματος που σχετίζεται με τη δραστηριότητα του θεματοφύλακα τίτλων και διαχειριστή χαρτοφυλακίου πελατών. Επιπρόσθετα λαμβάνει αποφάσεις για τη χορήγηση και την ανάκληση αδειών εποπτευόμενων φορέων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αξιολογεί μέσω διενέργειας ελέγχων την οικονομική θέση των εποπτευόμενων και την επάρκεια των συστημάτων τους διαχείρισης κινδύνου. Οι έλεγχοι αυτοί αποσκοπούν στην εξασφάλιση της μη ανάληψης εκτενών κινδύνων σε σχέση με την ικανότητα των εποπτευόμενων να αντιμετωπίσουν αυτούς τους κινδύνους. Για τον σκοπό αυτό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται αφενός μεν

να ζητήσει από τους συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά να της παρέχουν κάθε σχετική πληροφορία προκειμένου να αναλύσει τη χρηματοοικονομική κατάσταση των εποπτευομένων, αφετέρου δε να διεξάγει έρευνα στις εγκαταστάσεις των εποπτευόμενων φορέων. Εάν περιέλθει στην αντίληψη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ότι κάποιος εποπτευόμενος δεν συμμορφώνεται με την ισχύουσα νομοθεσία, θα του ζητηθεί επισήμως να αποκαταστήσει την συμπεριφορά του εντός ορισμένης περιόδου και ενδέχεται να του επιβληθούν κυρώσεις.

Όλοι οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε αξιόπιστη πληροφόρηση προκειμένου να επιτυγχάνεται η υποστήριξη της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Για την επίτευξη αυτού του στόχου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιτηρεί τις εξελίξεις στις αγορές και υποβάλλει προτάσεις σε άλλες αρχές. Επιτηρεί επίσης, την συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά, τις μεθόδους προώθησης των υπηρεσιών τους και τους τυπικούς όρους συμβάσεων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει τα ενημερωτικά δελτία για την εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), προβαίνει σε αναστολή της διαπραγμάτευσης ή αναστολή μετοχών, διορίζει χρηματιστηριακούς εκπροσώπους, χορηγεί άδειες έκδοσης τίτλων σταθερού εισοδήματος και αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή. Οι διοικητικές και εποπτικές αρμοδιότητές της έχουν ανατεθεί είτε στο Διοικητικό Συμβούλιο είτε στην Εκτελεστική Επιτροπή.

Οι πόροι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προέρχονται από συνεισφορά επί των νέων εκδόσεων κινητών αξιών που εισάγονται στο Χ.Α.Α., από ποσοστό επί των καταβαλλομένων από τα μέλη του Χ.Α.Α. ποσοστών επί των συναλλαγών, από ποσοστό επί των καθαρών κερδών της Ανώνυμης Εταιρείας Αποθετηρίων Τίτλων, από τέλη για χορήγηση αδειών και από εισφορές εποπτευομένων φορέων.

4.2 Οργανωτική Δομή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς²⁸

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απαρτίζεται από δύο όργανα λειτουργίας:

- ✓ Το Διοικητικό Συμβούλιο
- ✓ Την Εκτελεστική Επιτροπή

Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι επταμελές, αποτελείται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους και τέσσερα μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι του Διοικητικού Συμβουλίου διορίζονται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών ύστερα από σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Ελληνικής Βουλής. Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη διορίζονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαύουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους και να διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι πενταετής. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι μπορούν να αναδιορίζονται, αλλά η θητεία κανενός δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει τα δέκα έτη συνολικά. Τα λοιπά μέλη του Δ.Σ. αναδιορίζονται ελευθέρως.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένο με τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- τη χάραξη της γενικής πολιτικής,
- τη θέσπιση κανονιστικών πράξεων,
- την παροχή και ανάκληση αδειών,
- την επιβολή κυρώσεων,
- τη σύνταξη του προϋπολογισμού,

²⁸ www.hcmc.gr

- τη σύσταση και τροποποίηση του κανονισμού εσωτερικής διοίκησης και λειτουργίας,
- τη λήψη αποφάσεων για θέματα προσωπικού.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου απαγορεύεται να συμμετέχουν άμεσα ή έμμεσα σε οποιαδήποτε ενέργεια ή συναλλαγή που αφορά αντικείμενο που τελεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής. Ο Πρόεδρος και οι Αντιπρόεδροι κατά τη διάρκεια της θητείας τους δεν επιτρέπεται να συμμετέχουν στην ίδρυση ή στο μετοχικό κεφάλαιο ή σε διοικητικό όργανο επιχειρήσεως που τελεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δε συμμετέχουν στη συζήτηση και λήψη αποφάσεων από το Διοικητικό Συμβούλιο ή την Εκτελεστική Επιτροπή για θέματα που αφορούν φυσικά πρόσωπα με τα οποία είναι σύζυγοι ή συγγενείς μέχρι και του τρίτου βαθμού ή νομικά πρόσωπα με τα οποία τελούν σε σχέση εργασίας, εντολή ή άλλη παρόμοια ή στο μετοχικό κεφάλαιο των οποίων συμμετέχουν άμεσα ή έμμεσα.

Όπου ο νόμος απαιτεί Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αυτή λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο, εκτός εάν η συγκεκριμένη αρμοδιότητα έχει εκχωρηθεί στην Εκτελεστική Επιτροπή. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται δύο φορές το μήνα από τον Πρόεδρο και συνεδριάζει, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως τέσσερα τουλάχιστον μέλη.

Η Εκτελεστική Επιτροπή

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπροέδρους και είναι επιφορτισμένη με την εκτέλεση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου. Η Εκτελεστική Επιτροπή συγκαλείται από τον Πρόεδρο και συνεδριάζει τουλάχιστον άπαξ εβδομαδιαίως, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως δύο τουλάχιστον από τα μέλη της. Έχει την ευθύνη σειράς θεμάτων για τα οποία της έχει εκχωρηθεί αρμοδιότητα από το Διοικητικό Συμβούλιο, για την καθημερινή διοίκηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και για την επίβλεψη της λειτουργίας των υπηρεσιών της. Επίσης η Εκτελεστική Επιτροπή εκπροσωπεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δικαστικά ενώπιον των Ελληνικών και των αλλοδαπών δικαστηρίων.

4.3 Θεσμικό πλαίσιο και εποπτεία ελληνικής κεφαλαιαγοράς²⁹

Κατά το 2012 οι εποπτικές αρχές και η Πολιτεία ενίσχυσαν περαιτέρω το θεσμικό πλαίσιο και τις υποδομές εποπτείας της κεφαλαιαγοράς με νέα μέτρα που προστάτευσαν την αγορά έναντι συστημικών κινδύνων και φαινομένων ακραίας συμπεριφοράς. Τα μέτρα αυτά περιέλαβαν βελτιώσεις και επεκτάσεις του υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου με βάση τις νέες ανάγκες της αγοράς και τη σημαντική εμπειρία που έχει στο μεταξύ συσσωρευτεί. Η προστασία επενδυτών και η ποιότητα επενδυτικών υπηρεσιών ενισχύθηκαν με μέτρα προληπτικής εποπτείας, όπως:

- ο η ενίσχυση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας και φερεγγυότητας εταιρειών,
- ο η βελτίωση της κατηγοριοποίησης αμοιβαίων κεφαλαίων και η συνέχιση της υποχρέωσης πιστοποίησης προσώπων που ασχολούνται με τη διάθεση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων,
- ο η χορήγηση άδειας λειτουργίας διαχειριστή συστήματος εκκαθάρισης συναλλαγών σε κινητές αξίες και παράγωγα προϊόντα και έγκριση του κανονισμού λειτουργίας του.

Η διαφάνεια στην κεφαλαιαγορά ενισχύθηκε με μέτρα βελτίωσης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών των εισηγμένων εταιρειών και της διάχυσης συναλλακτικών πληροφοριών. Η ομαλή λειτουργία και η ασφάλεια της κεφαλαιαγοράς ενισχύθηκαν με μέτρα που εκλογίκευσαν το καθεστώς ανοιχτών πωλήσεων (με παύση αυτών κατά το μεγαλύτερο διάστημα του έτους) ώστε να περιορίζεται η αβεβαιότητα στις αγορές μέσω περιορισμού των διακυμάνσεων των χρηματιστηριακών τιμών και βελτίωσαν τη λειτουργία του συστήματος άυλων τίτλων. Οι υποδομές της αγοράς και η ασφάλεια συναλλαγών ενισχύθηκαν με συνεχείς βελτιώσεις στον κανονισμό λειτουργίας των αγορών του ΧΑ και στους κανονισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών κινητών αξιών και παραγώγων προϊόντων καθώς και στο σύστημα άυλων τίτλων, με τρόπο που καθιστούν εφαρμόσιμες τις νέες διατάξεις για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Κατά το 2012 βασική προτεραιότητα της Επιτροπής αποτέλεσε η συνεχιζόμενη εφαρμογή της νομοθεσίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων με έμφαση στην

²⁹ www.hcmc.gr

πρόληψη παράνομων συμπεριφορών στην αγορά. Συνεχίστηκε η εποπτεία της τήρησης των υποχρεώσεων διαφάνειας των εισηγμένων εταιρειών με συνεχείς επεμβάσεις ώστε οι εταιρείες να ενημερώνουν εγκαίρως και επαρκώς το επενδυτικό και με τον τρόπο αυτό να αποφεύγεται η δημιουργία καταστάσεων ασύμμετρης πληροφόρησης που τραυματίζουν την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Στο ίδιο πλαίσιο συνεχίστηκε ο έλεγχος δημοσίευσης οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών στις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών, με στόχο την ενημέρωση των επενδυτών.

Κατά το 2012 συνεχίστηκε η εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επί των εταιρειών που διαμεσολαβούν κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και των εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Ειδικότερα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρακολουθεί στενά τις δανειοδοτημένες εταιρίες και προβαίνει σε επιτόπιους και εξ αποστάσεως ελέγχους σε τακτική βάση. Επίσης προβαίνει σε έκτακτους δειγματοληπτικούς ελέγχους βάσει κριτηρίων διαβάθμισης κινδύνου για την ομαλότητα της αγοράς. Ιδιαίτερη σημασία δίνεται στην τήρηση διατάξεων για την προστασία των επενδυτών και στην παρακολούθηση της κεφαλαιακής επάρκειας των εποπτευόμενων εταιρειών με τακτικούς μηνιαίους και έκτακτους ελέγχους. Επίσης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει την τήρηση των κριτηρίων καταλληλότητας φυσικών και νομικών προσώπων και τη συμμόρφωση με τους όρους διαφάνειας που προβλέπει ο νόμος για την παροχή αδειών σε μεσολαβητές.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρακολουθεί τις συναλλαγές που καταρτίζονται στο ΧΑ και προβαίνει σε διασταυρώσεις και ελέγχους για την πρόληψη πρακτικών κατάχρησης αγοράς. Εντός του 2010 αναβαθμίστηκε σημαντικά η τεχνική δυνατότητα των υπηρεσιών για τη μηχανογραφική παρακολούθηση και ανάλυση των συναλλαγών. Παράλληλα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αξιοποιεί εποπτικά πληθώρα στοιχείων και πληροφοριών που δημοσιοποιούνται ή τίθενται στη διάθεσή της. Η εποπτική δράση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αν και δεν είναι πάντα εμφανής, ιδίως όταν έχει προληπτικό αντί κατασταλτικό χαρακτήρα, συμβάλλει αποφασιστικά στη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς σε ένα ιδιαιτέρως ευμετάβλητο περιβάλλον.

4.4 Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς³⁰

Κανονιστικό έργο

Κατά το 2012 το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στη βάση των απαιτούμενων εξουσιοδοτήσεων, προχώρησε στην έκδοση διαφόρων κανονιστικών αποφάσεων. Πρόκειται για αποφάσεις θεσμικού χαρακτήρα, οι οποίες αποβλέπουν:

- ✓ στην ενίσχυση της ποιότητας υπηρεσιών και την προστασία του επενδυτικού κοινού,
- ✓ στην ενίσχυση της ομαλότητας της αγοράς,
- ✓ στην ενίσχυση της προστασίας του συστήματος συναλλαγών και εκκαθάρισης,
- ✓ στην εξασφάλιση της διαφάνειας στην κεφαλαιαγορά και
- ✓ στην εύρυθμη λειτουργία των φορέων της κεφαλαιαγοράς.

Στο πλαίσιο των στόχων αυτών εκδόθηκαν οι παρακάτω αποφάσεις:

Ενίσχυση της προστασίας επενδυτών και της ποιότητας επενδυτικών υπηρεσιών

- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναφορικά με την έγκριση προγράμματος εκπαίδευσης προσώπων που ασχολούνται με τη διάθεση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναφορικά με τη συγχώνευση ΟΣΕΚΑ-Δομή κύριου και τροφοδοτικού ΟΣΕΚΑ - Κοινοποίηση της διάθεσης μεριδίων ΟΣΕΚΑ σε άλλο κράτος μέλος.
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την τροποποίηση της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Ανοικτές πωλήσεις μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών».
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την τροποποίηση της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αναφορικά με την παράταση της απαγόρευσης ανοιχτών πωλήσεων μετοχών.

³⁰ www.hcmc.gr

Ενίσχυση της διαφάνειας

- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την παράταση της προθεσμίας υποβολής στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για το έτος 2012 της έκθεσης των εξωτερικών ελεγκτών των εταιρειών του πεδίου εφαρμογής της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία αξιολογεί την επάρκεια και αποτελεσματικότητα των διαδικασιών τους για την αποτροπή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας.
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την αύξηση του επενδυτικού ορίου για τα αμοιβαία κεφάλαια που αναπαράγουν τη σύνθεση του χρηματιστηριακού δείκτη «Γενικός Δείκτης Τιμών ΧΑ».
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την αναστολή εξαγοράς μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων κατά την 24η Δεκεμβρίου 2012.
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τις οργανωτικές απαιτήσεις για τη λειτουργία των ΑΕΔΑΚ, σύγκρουση συμφερόντων, κανονισμός συμπεριφοράς, διαχείριση κινδύνων και περιεχόμενο της σύμβασης μεταξύ θεματοφύλακα και εταιρείας διαχείρισης.
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναφορικά με το ενημερωτικό δελτίο, ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση ΟΣΕΚΑ.

Ενίσχυση της φερεγγυότητας εταιρειών, ασφάλειας συναλλαγών και αποτελεσματικότητας υποδομών

- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την τροποποίηση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Πλαίσιο υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών» και του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Ορισμός των Ιδίων Κεφαλαίων των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα».
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση τροποποίησης της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Κανονισμός Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων», όπως ισχύει.

- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση τροποποίησης διατάξεων του Κανονισμού Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση τροποποίησης του Κανονισμού Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Κινητών Αξιών σε Λογιστική Μορφή της «Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών Ανώνυμη Εταιρεία» (ΕΤ.ΕΚ).
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση τροποποίησης διατάξεων του Κανονισμού Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.
- Απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση τροποποίησης διατάξεων του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών ΑΕ.

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:ΤΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΤΩΝ Α.Ε.Ε.Α.Π. ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΕΛΚΥΣΗ ΞΕΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

5.1 Το νέο φορολογικό καθεστώς των Α.Ε.Ε.Α.Π.³¹

Ιδιαίτερη αναφορά χρειάζεται να γίνει για το πιο δημοφιλές χαρακτηριστικό των Α.Ε.Ε.Α.Π., το φορολογικό καθεστώς. Παρακάτω περιγράφεται η υφιστάμενη κατάσταση και οι εκκρεμότητες που αναμένεται να ρυθμιστούν, καθώς ο Ν.4141/2013 δεν άλλαξε το φορολογικό καθεστώς των Α.Ε.Ε.Α.Π.

5.1.1 Φόρος εισοδήματος

Το άρθρο 31 του νόμου των Α.Ε.Ε.Α.Π. (2778/1999), το οποίο ρυθμίζει την φορολόγηση των Α.Ε.Ε.Α.Π. δεν τροποποιήθηκε, παρότι στο νόμο Ν.4141/2013 όταν ετίθετο υπό διαβούλευση περιλαμβάνονταν αλλαγές που έλυναν θέματα φορολόγησης θυγατρικών και διπλής φορολόγησης. Έτσι συνεχίζεται η φορολόγηση του ενεργητικού (επενδύσεις σε ακίνητα + μετρητά) με συντελεστή που συνδέεται με το επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ (Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης). Πρακτικά οι Α.Ε.Ε.Α.Π. πληρώνουν 2 φορές τον χρόνο συνολικά (σήμερα ο συντελεστής ανέρχεται στο 1,5%, με βάση το ισχύον επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ και τον τύπο υπολογισμού του συντελεστή) φόρο εισοδήματος επί των επενδύσεων, που είναι και η μοναδική (θεωρητικά) φορολογική επιβάρυνση. Απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος στην υπεραξία κατά την πώληση ακινήτων. Πάντως ο νέος Ν.4172/2013 εντάσσει τις εταιρείες χαρτοφυλακίου (άρθρο 46) στις απαλλασσόμενες εταιρείες, χωρίς όμως να είναι ξεκάθαρο αν περιλαμβάνονται και οι Α.Ε.Ε.Α.Π. Υπάρχουν φορολογικά θέματα των Α.Ε.Ε.Α.Π. που ουδέποτε διευκρινίστηκαν, όπως ο φόρος αναπροσαρμογής υπεραξίας ακινήτων του Ν.2065/1992 που επιβάλλεται κάθε 4 χρόνια. Παρότι ο Ν.2778/1999 (άρθρο 31) αναφέρει ότι «οι εκδιδόμενες από

³¹ www.epixeirisi.gr

εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία μετοχές, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων προς αυτή απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων», δυστυχώς υπάρχει η πρακτική καταλογισμού φόρων στις Α.Ε.Ε.Α.Π. μετά από φορολογικούς ελέγχους με το αιτιολογικό των ειδικών φόρων και της μη ρητής εξαίρεσης από αυτούς με βάση στενές γραμματολογικές ερμηνείες. Φυσικά αυτή η πρακτική έρχεται σε αντίθεση με την ενίσχυση του θεσμού των Α.Ε.Ε.Α.Π. και ότι αυτός επιδιώκει.

5.1.2 Φόρος μεταβίβασης ακινήτων

Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. εξακολουθούν να απαλλάσσονται του φόρου μεταβίβασης ακινήτων (ΦΜΑ) κατά την αγορά, ο οποίος είναι εξαιρετικά υψηλός στην Ελλάδα και συνοδεύεται από εξωφρενικές επιβαρύνσεις προστατευμένων επαγγελμάτων και επαγγελματιών που σιτίζονται από το χάος των υποθηκοφυλακείων. Η διακηρυγμένη πρόθεση της ηγεσίας του Υπουργείου Οικονομικών είναι η σημαντική του μείωση του φόρου μεταβίβασης, ειδικά μετά την εφαρμογή του νέου φόρου ακινήτων. Ο τελευταίος διαφημίστηκε σαν ενοποιημένος όλων των φόρων επί των ακινήτων, αλλά κατέληξε να υποκαθιστά μόνο τον ΦΑΠ και το ΕΕΤΗΔΕ (που είναι πιο γνωστό σαν χαράτσι).

5.1.3 Φορολογία κεφαλαίου

Αρχικά οι Α.Ε.Ε.Α.Π. και μέχρι το 2007, απαλλάσσονταν από τον τότε φόρο μεγάλης ακίνητης περιουσίας (ΦΜΑΠ), ενώ από την αντικατάστασή του το 2008 από το Ενιαίο Τέλος Ακινήτων (ΕΤΑΚ), όπως και μετά την εκ νέου αντικατάστασή του από τον ΦΑΠ, οι Α.Ε.Ε.Α.Π. ήταν υπόχρεες με συντελεστή 0,1% (αντί για 0,6% που ισχύει για τα υπόλοιπα υπόχρεα πρόσωπα) επί της αντικειμενικής αξίας των ακινήτων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό τους. Για το 2013 συνεχίζεται το ίδιο καθεστώς, αλλά απομένει να διευκρινιστεί τι θα ισχύσει μελλοντικά μετά την καθιέρωση του νέου «ενιαίου» φόρου ακινήτων. Μέχρι και σήμερα δεν είναι γνωστό εάν και σε πιο ύψος, θα πληρώσουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π. φόρο ακινήτων (και όχι μόνο),

παρά τον καθοριστικό ρόλο που έχει για τις εταιρείες το μέγεθος της φορολόγησης των επενδυτικών ακινήτων. Επίσης, δεν είναι ξεκαθαρισμένο εάν ο ΦΠΑ των θυγατρικών των Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι 0,1% ή 0,6%, όπως και στις υπόλοιπες εταιρείες που εκμεταλλεύονται ακίνητα, παρότι εξομοιώνονται με Α.Ε.Ε.Α.Π. Υπάρχει και άποψη της διοίκησης που θεωρεί ότι επειδή δεν εξαιρούνται ρητά οι θυγατρικές των Α.Ε.Ε.Α.Π. στο νόμο περί ΦΑΠ δεν θα πρέπει να εφαρμόζουν μειωμένο συντελεστή.

Κατά την ψήφιση του Ν.4172/2013 προστέθηκε μια γενική διάταξη (άρθρο 72 παρ. 16) που αναφέρει ότι «οι διατάξεις του Ν.2778/1999 (Α' 295) που διέπουν τη φορολογία των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και των θυγατρικών τους δεν θίγονται από τις διατάξεις του παρόντος Κώδικα», σε μια προσπάθεια να μειωθούν οι παρανοήσεις.

Από τις παραπάνω αναφερθείσες ελλείψεις και γκρίζες φορολογικές περιοχές, είναι φανερό με την ψήφιση του Ν.4141/2013 δεν ολοκληρώθηκε το φορολογικό πλαίσιο για τις Α.Ε.Ε.Α.Π. Έχοντας περιγράψει το φορολογικό πλαίσιο, αξίζει να αναφερθεί ότι δεν υπάρχει «καλύτερη» παγίδα από τη δημιουργία μιας Α.Ε.Ε.Α.Π. με οδηγό το θέλημα αποφυγής πληρωμής φόρων. Αν το κίνητρο είναι αποκλειστικά φορολογικό, το εγχείρημα είναι καταδικασμένο σε αποτυχία. Ουδέποτε οι επιχειρηματικές αποφάσεις που καθοδηγούνταν από φορολογικά κίνητρα και επιδοτήσεις είχαν μακροπρόθεσμη επιτυχία.

5.2 Επιλεκτικός σχολιασμός των νομοθετικών αλλαγών³²

Είναι φανερό η κατεύθυνση της νομοθετικής παρέμβασης για αύξηση της ευελιξίας στις προϋποθέσεις σύστασης αλλά και στους κανόνες λειτουργίας των Α.Ε.Ε.Α.Π. Ο στόχος του υπουργείου Οικονομικών και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η άμεση αξιοποίηση τόσο των υφιστάμενων ιδιωτικών ακινήτων όσο και αυτών που διαθέτει προς πώληση το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου. Εκτός από στοιχεία εναρμόνισης με όσα ισχύουν σε διεθνές επίπεδο με τα REITs, οι νομοθετικές αλλαγές σηματοδοτούν επαύξηση των επενδυτικών και χρηματοδοτικών δυνατοτήτων των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

³² www.epixeirisi.gr

Ιστορικά ο θεσμός των Α.Ε.Ε.Α.Π. στην Ελλάδα ξεκίνησε από τις τράπεζες, αλλά αν έχει πιθανότητες να αναπτυχθεί περαιτέρω πρέπει να επεκταθεί και έξω από αυτές, αλλιώς θα αποτύχει. Οι (παρ)ενέργειες μεταβίβασης «προβληματικών» ακινήτων που διαθέτουν οι τράπεζες στο χαρτοφυλάκιο τους, αν υπάρξει τέτοια περίπτωση, θα είναι καταστροφικές για τον θεσμό. Φυσικά υπάρχουν αξιόλογα ακίνητα που δε χρειάζονται πλέον στο ενεργητικό των τραπεζών για διάφορους λόγους και δεν έχουν προκύψει από εξασφαλίσεις (collaterals) μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Αν τηρούνται οι βασικές προϋποθέσεις του νόμου, δεν θα πρέπει να αποκλείονται αυτές οι επενδύσεις. Ίσως η προστασία κατάχρησης εξουσίας των βασικών μετόχων να ήταν στο μυαλό του νομοθέτη που εισήγαγε έναν σημαντικό περιορισμό για συναλλαγές ανάμεσα στους μετόχους των Α.Ε.Ε.Α.Π.

Ένα σημαντικό θέμα για τις Α.Ε.Ε.Α.Π. αποτελεί το διανεμόμενο μέρισμα, το οποίο σχετίζεται άμεσα και με το ύψος δανειακής μόχλευσης. Συνήθως η νομοθεσία των χωρών όπου δραστηριοποιούνται REITs, υποχρεώνει την διανομή μερίσματος του 90% ή και του 100% (Ολλανδία) των ετήσιων κερδών. Με την τροποποίηση του Ν.4141/2013, οι ελληνικές Α.Ε.Ε.Α.Π. υποχρεούνται να διανέμουν το 50% (από 35%) των κερδών τους, προφανώς αυτών που απομένουν μετά και τον υπολογισμό τόκων.

Σημειώνεται ότι στην σύντομη ιστορία του θεσμού στην Ελλάδα οι Α.Ε.Ε.Α.Π. στην πράξη παρείχαν μερισματικές αποδόσεις σημαντικά ανώτερες από τις ελάχιστες υποχρεωτικές. Όμως η διανομή με την μορφή μερίσματος πάνω από ένα ποσοστό των κερδών αποδυναμώνει την Α.Ε.Ε.Α.Π. Η διανομή του 70-80% των επιχειρηματικών κερδών μετά από φόρους και τόκους (ορθότερα των Funds From Operations-FFO), είναι μία καλή πολιτική που συνδυάζει την επιδίωξη για καλή μετοχική απόδοση αφήνοντας χώρο στην Α.Ε.Ε.Α.Π. να έχει πόρους για ανάπτυξη πέραν των αυξήσεων κεφαλαίου. Το πόσο που θα δανειστεί μια εταιρεία για να έχει δυνατότητες για μέρισμα χωρίς να υπολογίζει πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων (όπως είναι τα ακίνητα) είναι μία επιχειρηματική επιλογή, κάτι που ισχύει και για τις Α.Ε.Ε.Α.Π.

Όσον αφορά τα επιτρεπόμενα επίπεδα δανεισμού, η χαλάρωση του περιορισμού της δανειακής μόχλευσης στο 75% (από 50%) των επενδύσεων, έχει ως στόχο να

δώσει δυνατότητες ανάπτυξης των Α.Ε.Ε.Α.Π. με δανειακά κεφάλαια. Το θεσμικό πλαίσιο στις περισσότερες προηγμένες στον θεσμό χώρες (Αυστραλία, ΗΠΑ, Καναδάς, Γαλλία) επιτρέπει τον δανεισμό χωρίς όρια, αφήνοντας την απόφαση στις εταιρείες ανάλογα και με το προφίλ που θέλουν να έχουν. Το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού μιας Α.Ε.Ε.Α.Π. η οποία θέλει να διατηρεί ικανοποιητικές μερισματικές αποδόσεις είναι στα επίπεδα του 30% έως 35%, ενώ leverage στα επίπεδα του 75% θεωρούνται υψηλά ακόμα και για real estate developers.

5.3 Η προσέλκυση ξένων επενδυτών

Στη χώρα μας κύριος λόγος που βρίσκουν πρόσφορο έδαφος οι Α.Ε.Ε.Α.Π., είναι λόγω της παρατεταμένης χρηματιστηριακής κρίσης που διήρκησε από το 2000 έως και τις αρχές του 2003, η οποία οδήγησε τους επενδυτές στην αναζήτηση εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών.

Σήμερα οι προοπτικές για την κτηματαγορά στην Ελλάδα παραμένουν θετικές, παρά την μεγάλη άνοδο των τιμών των ακινήτων από το 1999 έως και σήμερα. Παράλληλα, στην επαγγελματική στέγη αναμένεται αύξηση των ενοικίων στο μέλλον λόγω της μεγάλης ζήτησης, αλλά και επειδή τα ενοίκια επαγγελματικών ακινήτων στην Αθήνα βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ενοικίων συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές πρωτεύουσες.

Αυτό αναμένεται να προσελκύσει το ενδιαφέρον και αλλοδαπών θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες στο χώρο των ακινήτων για να διοχετεύσουν τη ρευστότητά τους. Στα πλαίσια αυτά είναι επιτακτική ανάγκη να δημιουργηθούν επαγγελματικές αξιόπιστες βάσεις δεδομένων που να αφορούν στην ακίνητη περιουσία.

Σύμφωνα με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών³³, ο θεσμός των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας μπορεί να συμβάλει στην ταχύτερη αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του ελληνικού κράτους. Στην τελευταία μηνιαία έκδοση της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, αναφέρεται ότι ασφαλώς, μπορεί να αποτελέσει ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον εργαλείο για τους επενδυτές που αντιλαμβάνονται τη μεσομακροπρόθεσμη προοπτική της ελληνικής αγοράς ακινήτων.

³³ www.kerdos.gr

Μεγαλύτερη ευελιξία στις προϋποθέσεις σύστασης αλλά και στους κανόνες λειτουργίας των Α.Ε.Ε.Α.Π. προβλέπονται στον νέο νόμο, με στόχο την άμεση αξιοποίηση τόσο των υφιστάμενων ιδιωτικών ακινήτων, όσο και αυτών που διαθέτει προς πώληση το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου. Πέραν της εναρμόνισης με όσα ισχύουν σε διεθνές επίπεδο με τα Real Estate Investment Trusts, οι νέες διατάξεις σηματοδοτούν επαύξηση των επενδυτικών και χρηματοδοτικών δυνατοτήτων των εταιρειών επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, αναφέρεται στην έκδοση της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών.

Μετά από διαβούλευση θεσμικών φορέων της Ελλάδας και του εξωτερικού, με σκοπό τη συλλογή στοιχείων για τη διεθνή και τοπική εμπειρία λειτουργίας του προϊόντος, αποφασίστηκε σειρά αλλαγών του θεσμικού πλαισίου, προκειμένου να επιτευχθεί και η προσέλκυση ξένων επενδυτών. Ο εκσυγχρονισμός αυτός αφορά, κυρίως, σε διατάξεις που επαυξάνουν τις δυνατότητες επένδυσης σε εταιρείες που σχετίζονται με την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας και βελτιώνουν τους όρους δραστηριοποίησης των Α.Ε.Ε.Α.Π., ενώ τροποποιεί άλλες διατάξεις της νομοθεσίας που δεν ανταποκρίνονται πλέον στην παρούσα οικονομική συγκυρία, ούτε στις οικονομικές εξελίξεις και στις ανάγκες των συναλλαγών.

Ειδικότερα, όπως έχει αποδειχθεί διεθνώς, η υιοθέτηση του επενδυτικού σχήματος της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας από εταιρείες αποκλειστικού σκοπού που εισάγονται στα χρηματιστήρια, συμβάλλει κατά τον πλέον αποτελεσματικότερο τρόπο, στην ανάπτυξη της μεγάλης ακίνητης περιουσίας και αποτελεί πόλο έλξης ξένων κεφαλαίων για μακροπρόθεσμες επενδύσεις στην Ελλάδα.

Ως χρηματιστηριακό προϊόν, έχει ιδιαίτερα αναπτυχθεί στις ΗΠΑ και την Αυστραλία κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες και πιο πρόσφατα σε Γερμανία, Βέλγιο, Γαλλία και Μεγάλη Βρετανία, αναφέρει η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Σύμφωνα με τον διευθύνων σύμβουλο της Παναγία Αρ. Καρυτινό³⁴, επισημαίνεται ο κίνδυνος καταστροφής του θεσμικού πλαισίου για τη λειτουργία των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (Α.Ε.Ε.Α.Π.), που μέχρι πρόσφατα ήταν ένα από τα καλύτερα στην Ευρώπη.

Παράλληλα με την παραπάνω αναφορά, στελέχη μεγάλων Α.Ε.Ε.Α.Π. υποστήριξαν πως με τις τελευταίες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο οι εταιρείες μπορούν να

³⁴ www.b2green.gr

αποτελέσουν «όχημα» για την είσοδο ξένων επενδυτών που ενδιαφέρονται για τα δημόσια ακίνητα που έχουν ενταχθεί στο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων.

Ο κ. Αρ. Καρυντινός τόνισε, όμως, πως την ίδια στιγμή που υποτίθεται πως διευρύνονται οι ορίζοντες επενδύσεων των Α.Ε.Ε.Α.Π. ώστε να περιλαμβάνουν και υπό ανάπτυξη ακίνητα, τουριστικά ακίνητα, κ.λπ. (με προφανή στόχο να διευκολυνθεί η συμμετοχή επενδυτών, εγχωρίων και ξένων, στο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων) το νέο θεσμικό πλαίσιο βάζει στις διοικήσεις «τα δύο πόδια στο ένα παπούτσι». Επιβάλλει, για παράδειγμα, να αγοράζουν οικοπέδα με άδεια δόμησης, ενώ είναι γνωστό πως κανένα κρατικό ακίνητο δε διαθέτει άδεια! Ζητά, επίσης, από την Α.Ε.Ε.Α.Π. που αγοράσει ένα ακίνητο να το έχει αξιοποιήσει εντός τριετίας, ανεξαρτήτως συνθηκών στην αγορά! Ο νομοθέτης, δηλαδή, προτιμάει να καταστρέψει μια εταιρεία (που θα δαπανήσει δεκάδες εκατομμύρια π.χ. για κατασκευή κτιρίου όταν η αγορά είναι σε λήθαργο, ενώ θα μπορούσε να περιμένει δύο – τρία χρόνια) και τους μικρομετόχους.

Είναι γνωστό ότι επιβάλλεται οι Α.Ε.Ε.Α.Π. να εισάγονται εντός διετίας από την ίδρυσή τους στο χρηματιστήριο. Τα θεσμικά κενά επιτρέπουν επίσης στα δικαστήρια να εκδίδουν αποφάσεις που πλήττουν το θεσμό σε μια περίοδο εισόδου ξένων επενδυτών. Πρόσφατα, για παράδειγμα, εξεδόθη δικαστική απόφαση που επιβάλλει σε Α.Ε.Ε.Α.Π. να προχωρήσει σε αναπροσαρμογή παγίων, επειδή ο σχετικός νόμος δεν είναι ξεκάθαρος.

Ο γενικός διευθυντής της ICI Α.Ε.Ε.Α.Π. (κ. Ευαγγέλου Κυριάκος) επεσήμανε πως οι επενδυτικές εταιρείες έχουν σήμερα την ευκαιρία να τοποθετηθούν σε νέες κατηγορίες ακινήτων όπως, για παράδειγμα, νοσοκομεία (λόγω της πρόβλεψης για άνθηση της ιδιωτικής ασφάλισης), αλλά και σε ξενοδοχεία (εξαιτίας της ανόδου του τουρισμού). Ο ίδιος παρατήρησε πως στην Ελλάδα καταγράφεται έλλειψη φοιτητικών εστιών. Κατά τον κ. Ευαγγέλου, παρά την κρίση υπάρχουν ευκαιρίες στα κτίρια γραφείων πρώτης κατηγορίας, ενώ η ICI εξετάζει και τοποθετήσεις στη λιανική εξαιτίας της μεγάλης καθίζησης στις τιμές.

Ο κ. Χρυσικός Γεώργιος, διευθύνων σύμβουλος και πρόεδρος της Επενδυτικής Επιτροπής της Eurobank Properties, προέβλεψε πως η αξία των επενδύσεων σε Α.Ε.Ε.Α.Π. θα αυξηθεί πολύ γρήγορα και θεωρεί πως σύντομα θα διπλασιαστεί. Ο ίδιος είπε πως η ρευστότητα που διαθέτει σήμερα η Eurobank Properties, μαζί με το

δανεισμό, ξεπερνά τα 350 εκατ. ευρώ, «ποσό απολύτως ενδεικτικό των περιθωρίων που υπάρχουν για περαιτέρω ανάπτυξη».

Στελέχη της αγοράς, όπως ο κ. Γ. Παναγιωτίδης (υπεύθυνος, μεταξύ άλλων, για το σχέδιο της διπλής ανάπλασης και τα έργα στη Λεωφόρο για λογαριασμό της ΠΑΕ Παναθηναϊκός) υποστήριξαν πως προς το παρόν τα φορολογικά πλεονεκτήματα που απολαμβάνουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π. δεν έχουν συνδυαστεί με ενίσχυση της παρουσίας μικροεπενδυτών στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Υποτίθεται πως αυτές οι εταιρείες προσφέρουν στους μικροεπενδυτές πρόσβαση σε ακίνητα τα οποία δε μπορούν να αποκτήσουν ως μεμονωμένοι ιδιώτες.

Η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών των Α.Ε.Ε.Α.Π. ελέγχεται από συγκεκριμένες τράπεζες ή μεγαλοεπενδυτές οι οποίοι κάνουν επενδύσεις σε ακίνητα με φορολογικά προνόμια έναντι των ανταγωνιστών τους. Στο προφίλ των μικροεπενδυτών του Χ.Α. απέδωσε τις διστακτικές τοποθετήσεις στις Α.Ε.Ε.Α.Π. ο κ. Καρυτινός με τον κ. Χρυσικό να παραδέχεται πως απαιτούνται πρωτοβουλίες ώστε να ενισχυθεί η παρουσία τους στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών του κλάδου.

Όσον αφορά στις επιδόσεις στο ταμπλό,³⁵ οι μετοχές των Α.Ε.Ε.Α.Π. δεν προσφέρονται για «χρηματιστηριακά παιχνίδια» καθώς παρουσιάζουν μικρή μεταβλητότητα. Ο κ. Χρυσικός επεσήμανε ότι ίσως το κοινό να μην έχει κατανοήσει τη φιλοσοφία αυτών των οχημάτων και οι Έλληνες επιλέγουν να μην επενδύουν έμμεσα σε ακίνητα. Αναφέρει επίσης ότι: *«Εμείς από την πρώτη φορά που εισαχθήκαμε στο χρηματιστήριο αντιμετωπίσαμε μεγάλες αντιστάσεις και δεν είδαμε μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία να τοποθετούνται στο ελληνικό retail, σε αντίθεση με τους ξένους επενδυτές»*, αναφερόμενος στην μικρή διείσδυση των Α.Ε.Ε.Α.Π. στους επενδυτές του Χ.Α.

Ωστόσο, σύμφωνα με τον κ. Καρυτινό, οι παρεμβάσεις στο θεσμικό πλαίσιο των Α.Ε.Ε.Α.Π. που έχουν επιχειρήσει κατά καιρούς, διαφορετικές κυβερνήσεις έχουν δημιουργήσει ασάφειες, σε νομοτεχνικό και φορολογικό επίπεδο, που αποτρέπουν την υλοποίηση ξένων επενδύσεων. Πρόσθεσε ότι δικαστική απόφαση που εκδόθηκε για μία από τις ελληνικές Α.Ε.Ε.Α.Π., όριζε ότι η εταιρεία πρέπει να πραγματοποιεί αναπροσαρμογή παγίου κάθε τέσσερα χρόνια. Και αυτό διότι δεν υπάρχει σαφήνεια

³⁵ www.capital.gr

ότι οι Α.Ε.Ε.Α.Π. εξαιρούνται από την αναπροσαρμογή παγίου. Επίσης έκανε λόγο για πειραματισμούς, οι οποίοι είναι χωρίς αντίκρισμα σε επίπεδο φορολογικών εσόδων, αλλά προκαλούν αρνητικό αντίκτυπο στους ξένους επενδυτές. Μία ακόμη στρέβλωση που προκλήθηκε ύστερα από την τελευταία τροποποίηση του καθεστώτος, σχετίζεται με την απόκτηση γης από τις Α.Ε.Ε.Α.Π. με σκοπό την ανάπτυξή της.

Το σημερινό θεσμικό πλαίσιο επιτρέπει στις Α.Ε.Ε.Α.Π. να αγοράζουν οικόπεδα, υπό τον όρο ότι αυτά διαθέτουν οικοδομική άδεια, η οποία πρέπει να εκτελεστεί μέσα σε μία τριετία. Πρόκειται για μία ρύθμιση περιοριστική και επικίνδυνη, διότι υποχρεώνει τον επενδυτή στην έκδοση οικοδομικής άδειας, ενώ δίνει το μήνυμα ότι η έκδοση άδειας σε πολεοδομημένο οικόπεδο είναι πολύ δύσκολη διαδικασία. Σκεφτείτε μία Α.Ε.Ε.Α.Π. να αγόραζε το 2008 ή το 2009 ένα οικόπεδο, το οποίο να έπρεπε να αναπτυχθεί σε φάσεις εάν ήταν μεγάλης επιφάνειας και να ήταν δια νόμου υποχρεωμένη να το αναπτύξει, εν μέσω κρίσης. Κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε καταστροφή την εταιρεία, καθώς η πατερναλιστική αυτή ρύθμιση αφαιρεί τη δυνατότητα από την Α.Ε.Ε.Α.Π. να διαχειριστεί το ενεργητικό της «asset».

5.4 Τι βλέπουν οι Α.Ε.Ε.Α.Π. για την αγορά ακινήτων³⁶

Με σκεπτικισμό βλέπουν οι διοικήσεις των Α.Ε.Ε.Α.Π. (Ανώνυμες Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας) την πορεία της αγοράς ακινήτων κατά το δεύτερο μισό του 2013 και εστιάζοντας κυρίως:

- Στις επιπτώσεις από τη συνεχιζόμενη ύφεση στην οικονομία.
- Στις καθυστερήσεις που παρατηρούνται στη μεταρρύθμιση του θεσμικού πλαισίου στο χώρο των ακινήτων.
- Στην τάση συγκέντρωσης και συρρίκνωσης του τραπεζικού και του ευρύτερου χρηματοοικονομικού τομέα, παράγοντας που θα επιδράσει στην αύξηση της προσφοράς ακινήτων.

³⁶ www.ergonblog.gr

Σε ότι αφορά τα οικονομικά αποτελέσματα του πρώτου φετινού εξαμήνου, του 2013, υπήρξε αναμφίβολα επηρεασμός από τις πιέσεις ενοικιαστών για μειώσεις ενοικίων, ενώ κυρίως αρνητικά επέδρασε η λογιστική αποτίμηση των ακινήτων των εταιρειών (αποτελέσματα από την επιμέτρηση στην εύλογη αξία των επενδυτικών ακινήτων).

Παρακάτω αξίζει να αναφερθεί τι ακριβώς πιστεύουν οι εταιρείες Eurobank Properties, TRASTOR και MIG Real Estate για την αγορά ακινήτων.

Σύμφωνα με την Eurobank Properties:

Οι τρέχουσες μακροοικονομικές συνθήκες στην Ελλάδα και στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η αβεβαιότητα ως προς τον χειρισμό της κρίσης σε παγκόσμιο επίπεδο, η έλλειψη τραπεζικής ρευστότητας, καθώς και οι πολιτικές εξελίξεις στην γεωγραφική μας περιοχή, έχουν επηρεάσει σημαντικά, και θα συνεχίσουν να επηρεάζουν, όχι μόνο τις εταιρείες ακινήτων αλλά και το σύνολο των εμπορικών δραστηριοτήτων.

Βέβαια μετά την ανακεφαλαίωση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και την είσοδο ιδιωτικών κεφαλαίων στην οικονομία ευελπιστούμε ότι η ύφεση θα ανακοπεί προς το τέλος του έτους ή τουλάχιστον θα ελαχιστοποιηθεί. Η περίοδος που διανύουμε χρειάζεται υπομονή και επιλεκτικές τοποθετήσεις. Περιμένουμε μία επιπλέον πίεση στην αγορά του high street retail και σε δεύτερης κατηγορίας κτίρια γραφείων η οποία θα εξορθολογήσει και θα σταθεροποιήσει πλέον την αγορά ως προς τα ενοίκια, ενώ θεωρούμε ότι προς το τέλος του δεύτερου εξαμήνου του 2013 θα παρουσιασθούν ελκυστικές επενδυτικές προτάσεις.

Η εταιρεία μας έχει μείνει σταθερά προσανατολισμένη στον θεμελιώδη επενδυτικό της στόχο που είναι η δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους της. Το υψηλής ποιότητας χαρτοφυλάκιο ακινήτων που παράγει σταθερό εισόδημα, οι μικρές δανειακές υποχρεώσεις και η πολύ μεγάλη για την εποχή ρευστότητα καθιστούν την εταιρεία κυρίαρχη στις αγορές της Ελλάδος και της Νέας Ευρώπης.

Σύμφωνα με την TRASTOR:

Η στασιμότητα στην ελληνική αγορά ακινήτων αναμένεται να διατηρηθεί και κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2013, καθώς παραμένουν οι αρνητικοί παράγοντες που την δημιούργησαν παρά τις όποιες προσπάθειες ανάκαμψης. Οι προοπτικές ανάκαμψης,

στηρίζονται στο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων και στην αξιοποίηση των ακινήτων του δημοσίου, κινήσεις από τις οποίες αναμένονται σημαντικές εισροές επενδυτικών κεφαλαίων, οι οποίες ωστόσο προαπαιτούν την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων και την αναδιάρθρωση του ρυθμιστικού πλαισίου της κτηματαγοράς (φορολογία, χρήσεις γης και αδειοδότηση οικοδομών, ολοκλήρωση κτηματολογίου κλπ).

Οι εταιρείες Α.Ε.Ε.Α.Π. απολαμβάνουν ένα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες, και με αυτό τον τρόπο συνεχίζουν να αποτελούν ελκυστικά επενδυτικά οχήματα για μικρούς και μεγάλους επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν την έμμεση τοποθέτηση στην αγορά ακινήτων, έχοντας παράλληλα ελκυστικές μερισματικές αποδόσεις.

Οι προοπτικές για τις Α.Ε.Ε.Α.Π. διευρύνθηκαν έπειτα την τροποποίηση του νόμου που ρυθμίζει την λειτουργία τους, καθώς επεκτείνεται το πεδίο δραστηριοτήτων τους ώστε να μπορούν να επενδύουν σε τουριστικά ακίνητα, οικιστικές αναπτύξεις, σε γη και ακίνητα υπό κατασκευή υπό προϋποθέσεις, καθώς και οι επενδύσεις μέσω μακροχρόνιων παραχωρήσεων και χρηματοδοτικών μισθώσεων.

Η TRASTOR, έχοντας επαρκή ρευστότητα και χαμηλό δανεισμό, εξετάζει δυνατότητες επενδύσεων σύμφωνα με το νέο νομοθετικό πλαίσιο με στόχο την βελτίωση των λειτουργικών της αποτελεσμάτων και της μερισματικής της απόδοσης.

Επιπλέον, και σε περιπτώσεις που είναι εφικτό, η εταιρεία θα στοχεύσει στην πώληση επιπλέον μη στρατηγικών ακινήτων με σκοπό την επανεπένδυση σε πιο αποδοτικά ακίνητα.

Η Εταιρεία παράλληλα εφαρμόζει πρόγραμμα μείωσης λειτουργικών εξόδων έτσι ώστε να αντισταθμίζονται κατά ένα βαθμό οι λόγω της αρνητικής οικονομικής συγκυρίας, μειώσεις στα έσοδα της.

Τέλος σύμφωνα με την MIG Real Estate:

Στο σημερινό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας δεν μπορεί να γίνει ασφαλής πρόβλεψη για την πορεία στην αγορά ακινήτων, ακόμη και σε βραχυμεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η αβεβαιότητα στο οικονομικό περιβάλλον, σε συνδυασμό με τις περιορισμένες δυνατότητες χρηματοδότησης και το θεσμικό και φορολογικό πλαίσιο, συντηρούν την επιφυλακτικότητα ως προς την ανάπτυξη νέων επενδυτικών σχεδίων και την εισροή νέων επενδυτικών κεφαλαίων από την εγχώριο αγορά και το εξωτερικό.

Περαιτέρω, η παρατηρούμενη συγκέντρωση στον εγχώριο τραπεζικό κλάδο αναμένεται να έχει δυνητικές μεσομακροπρόθεσμες προεκτάσεις στην αγορά ακινήτων. Οι τράπεζες και οι εταιρείες του ευρύτερου χρηματοοικονομικού χώρου διατηρούν ένα πολύ εκτεταμένο δίκτυο καταστημάτων και γραφειακών χώρων στην Ελλάδα, με αρκετές πλέον επικαλύψεις, για το οποίο είναι επόμενο να γίνει επανασχεδιασμός στο άμεσο ή απώτερο μέλλον. Συνέπεια της ανωτέρω εξέλιξης θα είναι και η σταδιακή αποχώρηση από μη-λειτουργικά ακίνητα – τόσο τραπεζικά καταστήματα, όσο και αυτοτελή κτίρια γραφείων και λοιπούς γραφειακούς χώρους – με αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς.

Η MIG Real Estate, όπως όλοι οι θεσμικοί επενδυτές, παρακολουθεί τις προεκτάσεις αυτών των εξελίξεων στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων (προσφορά ακινήτων, εμπορικές αξίες και διαμόρφωση μισθωμάτων και μισθωτικών αποδόσεων). Στα πλαίσια αυτής της ευμετάβλητης οικονομικής κατάστασης η εταιρεία δεν προγραμματίζει άμεσα νέες επενδύσεις, δίδει δε έμφαση στον έλεγχο των δυνητικών κινδύνων που σχετίζονται με την επιχειρηματική της δραστηριότητα και στη διατήρηση της λειτουργικής της κερδοφορίας.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα οικονομικά αποτελέσματα του Α' εξαμήνου 2013 των εταιρειών Eurobank Properties, TRASTOR και MIG Real Estate.

ΑΕΕΑΠ: Οικονομικά αποτελέσματα Α' εξαμήνου 2013			
	Eurobank Properties	TRASTOR	MIG Real Estate
Έσοδα από ενσίκια	19.048	2.264	1.949
Επιμέτρηση εύλογης αξίας ακινήτων	-27.600	-1.224	-860
Κέρδη προ φόρων	-7.466	275	305
Καθαρά κέρδη	-8.847	10	232
Ίδια κεφάλαια	618.071	80.342	42.419
Καθαρός δανεισμός	-98.113	2.725	10.806
Μέρισμα ανά μετοχή 2012 (ευρώ)	0	0,1	0
<i>Τα ποσά σε χιλιάδες ευρώ</i>			

5.5 Ακίνητη περιουσία & οικονομία το 2020³⁷

Η αγορά ακίνητης περιουσίας συνδέεται αμφίδρομα και ισχυρά με την οικονομία μιας χώρας. Η σύνδεση αυτή ενεργοποιείται μέσω κυρίως του χρηματοπιστωτικού τομέα και ισορροπεί με την κατάλληλη ρύθμιση του κράτους. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας διοχετεύει βιώσιμα και κατάλληλα την ρευστότητα και τις πιστώσεις και το κράτος, με οποιαδήποτε μορφή, μέσω του πολεοδομικού και χωροταξικού σχεδιασμού, της φορολογίας, της διοικητικής υποστήριξης, της αξιοποίησης δημοσίας περιουσίας και γενικά των δράσεων του διαμορφώνει το περιβάλλον για υγιή και βιώσιμη της οικονομίας και της ακίνητης περιουσίας. Έτσι επιτυγχάνεται η σωστή ισορροπία ζήτησης και προσφοράς με συνέπεια την ανάπτυξη της οικονομίας και της αγοράς ακινήτων. Σε ιδανικό επίπεδο η υγιή ανάπτυξη της οικονομίας προκαλεί την υγιή ανάπτυξη της κτηματαγοράς που αποτελεί μια κινητήριο δύναμη για την περαιτέρω ανάπτυξη της οικονομίας και ο κύκλος συνεχίζεται. Βέβαια, όπως συμβαίνει σήμερα, μπορεί να συμβεί και η αντίρροπη εξέλιξη δηλαδή η οικονομική ύφεση να οδηγήσει σε ύφεση της αγοράς ακινήτων και πτώση των αξιών και του συνολικού πλούτου των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και του κράτους δημιουργώντας ένα αρνητικό φαύλο κύκλο.

Τα επόμενα 10 έτη η ελληνική οικονομία είναι κρίσιμο, σε σημείο επιβίωσης, να αναπτυχθεί με υγιή και παραγωγικό τρόπο. Κύριος στόχος η διαμόρφωση ενός εξωστρεφούς ανταγωνιστικού μοντέλου με σημείο αιχμής ένα νέο ισχυρό διεθνές brand name. Η ακίνητη περιουσία είναι εκ' των πραγμάτων η υποδομή της οικονομίας, η ραχοκοκαλιά του μοντέλου ανάπτυξης μια χώρας. Για αυτό και είναι απαραίτητη η στρατηγική για την δίκη της ανάπτυξη μέχρι το 2020.

Τις τελευταίες δεκαετίες η ελληνική αγορά ακινήτων έγινε αδιαμφισβήτητα το πεδίο αποταμίευσης και εργασίας για ένα μεγάλο κομμάτι της ελληνικής κοινωνίας. Η απόκτηση ενός ακινήτου αποτέλεσε όνειρο ζωής και τομέα εργασίας για την μικρομεσαία τάξη. Η σωρευτική υπεραξία αγοράς γης και ακινήτων τα προηγούμενα 30 έτη ήταν υψηλότερη και σχετικά ασφαλής. Για αυτό έφτασε στο 70-80% το

³⁷ www.step-forward.gr

ποσοστό ιδιοκατοίκησης και το μερίδιο αποταμίευσης του πλούτου των νοικοκυριών σε ακίνητα. Για αυτό η συμμετοχή του ευρύτερου κλάδου στο ΑΕΠ και την συνολική απασχόληση έφτασε στο 10%, παραμένοντας διαρκώς ένας από τους μεγαλύτερους σε συνεισφορά κλάδους στην οικονομία.

Χωρίς καμία αμφιβολία η επένδυση και εργασία στην ελληνική αγορά ακινήτων αποτέλεσε τα προηγούμενα 30 έτη ένα χαμηλού ρίσκου και αποδοτικό τρόπο δημιουργίας εισοδήματος και πλούτου για πολλούς. Όμως την ίδια περίοδο η εξέλιξη της ακίνητης περιουσίας καθρεπτίζει την στρεβλή ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Μια οικονομία που αναπτύχθηκε άναρχα χωρίς στρατηγική και την δημιουργία υγιούς παραγωγικής δομής, στηριζόμενη υπερβολικά στον δημόσιο υπερδανεισμό, στις ευρωπαϊκές χρηματοδοτήσεις, στην εγχώρια ζήτηση και τον ρόλο του κράτους. Μια τελικά μη βιώσιμη οικονομία, η οποία λειτουργεί με πολλαπλές στρεβλώσεις αναπτύσσοντας διεθνή ανταγωνιστικότητα σε λίγες περιπτώσεις.

Λογικά αυτού του είδους οικονομική ανάπτυξη οδήγησε στην στρεβλή, υδροκέφαλη μη βιώσιμη ανάπτυξη της κτηματαγοράς, χωρίς ισορροπία, με υπερπροσφορά ακινήτων, με παραπλανητική μη βιώσιμη ζήτηση και υπερδανεισμό των νοικοκυριών, υπερβολή της αυθαιρεσίας, χωρίς ικανότητα ανάδειξης των φυσικών και πολιτικών πόρων. Η απαξίωση των δημοσίων ακινήτων και η έλλειψη δημιουργίας ανταγωνιστικών προϊόντων ακίνητης περιουσίας αποδείχθηκε σε πολλές περιπτώσεις ανυπέρβλητο εμπόδιο. Η ολοκληρωμένη πολιτική ακινήτων όνειρο θερινής νυκτός. Η αξιοποίηση δημοσίων ακινήτων χωρίς δημιουργικότητα, φαντασία και πρακτικά αποτελέσματα υψηλής εμβέλειας εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων. Η υλοποίηση χωροταξικών σχεδίων και πολεοδομικών ρυθμίσεων διάσπαρτη με καθυστερήσεις ετών. Η διοικητική υποστήριξη της αγοράς χαμηλού αποτελέσματος όταν πολεοδομίες και εφορίες ακόμη αποτελούν εστίες αργοπορίας και αδιαφάνειας. Η δημιουργία κτηματολογίου με ένα καθυστερημένο άορατο τέλος. Η ρύθμιση του τραπεζικού τομέα αναποτελεσματική όταν η πιστωτική πολιτική ήταν υπέρ του δέοντος επεκτατική ή τώρα που η ρευστότητα είναι ανύπαρκτη. Η φορολογική πολιτική στρεβλή μη αναπτυξιακή, διατηρώντας ένα επιβαρυντικό πλαίσιο 40 φόρων και τελών σχετικών με τα ακίνητα. Όντως δημόσιες υποδομές έγιναν όπως το μετρό, η αττική οδός, τοπικές αναπλάσεις και κομμάτια των εθνικών οδών αλλά οι ελλείψεις είναι ηχηρές κυρίως σε επίπεδο έργων καθημερινότητας. Κύρια περίοδος ταχύτητας

αυτή των Ολυμπιακών Αγώνων αλλά χωρίς σχεδιασμό με αποτέλεσμα τον χαμηλό βαθμό αξιοποίησης του γεγονότος και των επικείμενων εγκαταστάσεων.

Το 2020 η ελληνική οικονομία οφείλει να αναδομηθεί ώστε να λειτουργεί και να αναπτύσσεται με ένα φρέσκο ανταγωνιστικό και παραγωγικό μοντέλο. Η αναδόμηση αυτή είναι δύσκολη αλλά εφικτή. Η νέα ανάπτυξη πρέπει φυσιολογικά να στηριχθεί καταρχάς στα ανταγωνιστικά θεμελιώδη χαρακτηριστικά της οικονομίας, δηλαδή στην ουσιαστική ενίσχυση και επέκταση αγορών με αυτονόητη δυνατότητα διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

Ο τουρισμός μπορεί και οφείλει να διπλασιαστεί σε παραγόμενο προϊόν διευρύνοντας την τουριστική περίοδο σε ετήσια και διαφοροποιώντας σημαντικά τα τουριστικά προϊόντα και υπηρεσίες. Η Ελλάδα λόγω της προνομιακής θέσης και του κορυφαίου φυσικού περιβάλλοντος πρέπει να αποτελέσει διεθνές κέντρο ψυχαγωγίας, αναψυχής και υγείας. Ειδικά στο τομέα της υγείας, με όλες τις μορφές και δραστηριότητες, τα περιθώρια ανάπτυξης είναι μεγάλα. Σε κάθε περίπτωση η αγροτική και εξειδικευμένη βιομηχανική παραγωγή πρέπει να αποτελέσουν πυλώνες ανάπτυξης, με νέα λογική και κυρίως διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας. Χωρίς αμφιβολία ο στόχος να γίνει η ελληνική οικονομία διαμετακομιστικός κόμβος και πύλη εμπορίου Ευρώπης και Ανατολής είναι εφικτός. Στο κλάδο της ενέργειας και ειδικά των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ) τα περιθώρια παραγωγής είναι υψηλά και υλοποιήσιμα. Αδιαμφισβήτητη η ανάγκη πλήρους αξιοποίησης της ναυτιλίας, θέτοντας την Ελλάδα πραγματικό κόμβο υπηρεσιών ναυτιλίας. Νέες προκλήσεις η ανάδειξη της οικονομίας ταυτόχρονα σε πόλο διεθνούς εκπαίδευσης και παραγωγής καινοτομικών προϊόντων υψηλής τεχνολογικής αξίας. Τέλος ισάξιας αναπτυξιακής σημασίας είναι η διαμόρφωση της χώρας σε ένα ιδιαίτερος ελκυστικό τόπο κατοικίας, διαμονής και εργασίας.

Ξεκάθαρα η νέα ανάπτυξη χρειάζεται ένα νέο ισχυρό brand name, αυτό μιας εξωστρεφούς, ανταγωνιστικής και βιώσιμης οικονομίας, η οποία παράγει υπηρεσίες και προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας, διαμορφώνοντας μια κοινωνία με ένα σύγχρονο και ισορροπημένο τρόπο ζωής υψηλής ποιότητας. Για να επιτευχθεί αυτός ο κορυφαίος στόχος επιβίωσης της ελληνικής οικονομίας χρειάζονται πολλαπλές αλλαγές σε διάφορους τομείς. Νέα κοινωνική και πολιτική νοοτροπία και πρακτική,

νέες επενδύσεις, εκπαίδευση, εξωστρεφής ιδιωτικός τομέας, αποτελεσματικός ρόλος του κράτους, κλπ.

Χαρακτηριστικό όμως της ανάπτυξης παραμένουν οι κτιριακές υποδομές. Άλλωστε επί της γης και εν μέσω κτιρίων δημιουργείται, αναπτύσσεται και δραστηριοποιείται κάθε φορέας της οικονομίας και κοινωνίας. Για παράδειγμα ο τουρισμός χρειάζεται την ανάπτυξη ξενοδοχειακών μονάδων, καταλυμάτων και εξοχικών κατοικιών μαζικής λογικής μεν αλλά ταυτόχρονα βασισμένης στην ανάδειξη του ελληνικού ήπιου αρχιτεκτονικού πρότυπου με κύρια πηγή έκφρασης το ατέλειωτο θαλάσσιο μέτωπο που περιβάλλει την Ελλάδα. Η αγροτική παραγωγή και η ενέργεια την αξιοποίηση της γης, παραγωγικής και μη, στην περιφέρεια. Ο βιομηχανικός και διαμετακομιστικός κλάδος σύγχρονα κτίρια αποθηκών, μεταποίησης, ειδικές ζώνες γης στην ευρύτερη αστική περιφέρεια με πλεονεκτήματα προσβάσεων και υποστήριξη διαφοροποιημένων συγκοινωνιακών υποδομών. Η αναψυχή, ο αθλητισμός και η υγεία, κτίρια ειδικών σκοπών σε αστικές και περιφερειακές περιοχές όμορφου ποιοτικού περιβάλλοντος. Τα υπαίθρια εμπορικά καταστήματα και τα εμπορικά κέντρα σε σημεία, στα κέντρα ή στις παρυφές των μεγάλων πόλεων, με πλεονεκτήματα πρόσβασης και στάθμευσης με το κατάλληλο μίγμα προϊόντων και υπηρεσιών. Οι εταιρείες και επαγγελματίες, κτίρια γραφείων σύγχρονων προδιαγραφών και κατάλληλης πρόσβασης πέραν των βασικών οδικών αξόνων για την στέγαση των διοικητικών δραστηριοτήτων τους. Οι νέες δυνατότητες διαμονής, νέα ή ανακατασκευασμένα κτίρια και κατοικίες ποιοτικών προδιαγραφών σε ένα νέο αναπλασμένο ελκυστικότερο αστικό περιβάλλον περισσότερο πρασίνου και πάρκων.

Με μια φράση «Το 2020 η ακίνητη περιουσία μπορεί να αποτελέσει την υποδομή του νέου brand name της νέας ανάπτυξης της νέας οικονομίας». Βέβαια για να επιτευχθεί αυτό μια νέα δομή, στηριζόμενη όπως ακριβώς και η νέα οικονομία στα θεμελιώδη χαρακτηριστικά των ακινήτων. Η εποχή της φούσκας για τα ακίνητα και την οικονομία τελείωσε οριστικά και αμετάκλητα το 2008. Πρώτος θεμελιώδης παράγοντας για την αγορά ακίνητης περιουσίας είναι τα αντικειμενικά στοιχεία των ακινήτων όπως η θέση και οι κτιριακές προδιαγραφές, οι οποίοι ειδικά στην χώρα μας αποτελούν πλεονέκτημα και τους κορυφαίους παράγοντες ζήτησης και αξίας τους για την επόμενη 10ετία. Σε κάθε περίπτωση οι οριζόντιες λογικές στις νέες κατασκευές και αξιοποιήσεις ακινήτων πρέπει να αποτελέσουν οριστικά παρελθόν. Κάθε ακίνητο

πρέπει να αξιοποιείται ανάλογα με την βέλτιστη δυνατή χρήση και την καταλληλότητα της θέσης του, λαμβάνοντας αντίστοιχα την δική του μοναδική αξία.

Δεύτερος θεμελιώδης παράγοντας οι αποδεδειγμένα υψηλές ικανότητες του ανθρώπινου δυναμικού στον κλάδο ακίνητης περιουσίας δηλαδή των επενδυτών, των επιστημόνων, των επαγγελματιών και του εργατικού προσωπικού. Τα υψηλής ποιότητας έργα και η ανάπτυξη που έχει πραγματοποιηθεί τα προηγούμενα έτη σε ένα αφιλόξενο διοικητικό και επενδυτικό περιβάλλον είναι η μεγαλύτερη απόδειξη για αυτό.

Τρίτος θεμελιώδης παράγοντας για την νέα ανάπτυξη των ακινήτων είναι ο διεθνής χαρακτήρας της. Ο νέος προσανατολισμός της αγοράς ακινήτων, όπως άλλωστε και της νέας οικονομίας, οφείλει να είναι η εξωστρέφεια. Οι νέες αναπτύξεις ακινήτων πρέπει να στοχεύσουν στην ανάδειξη των ελληνικών και τοπικών πλεονεκτημάτων και παράλληλα στις απαιτήσεις της νέας ζήτησης του εξωτερικού, η οποία είναι το σημείο κλειδί για την ώθηση που απαιτείται για την νέα ανάπτυξη της αγοράς ακίνητης περιουσίας.

Η ενίσχυση της ζήτησης στην αγορά ακινήτων είναι η κορυφαία πρόκληση τα επόμενα έτη. Για αυτό το πρόβλημα της ρευστότητας και χρηματοδότησης νέων έργων και αγοραπωλησιών πρέπει να λυθεί το συντομότερο. Συνεπώς είναι κρίσιμη η εξέλιξη στον τραπεζικό κλάδο και στον τομέα προσέλκυσης νέων επενδύσεων υψηλής εμβέλειας στην ελληνική οικονομία. Κινήσεις όπως το πρόσφατο deal στον τραπεζικό κλάδο με αποτέλεσμα την διαφανιζόμενη αναδόμηση του τραπεζικού κλάδου είναι θετικό σημάδι. Η πορεία των αποκρατικοποιήσεων και η άμεση προσέλκυση νέων άμεσων επενδύσεων στον ιδιωτικό τομέα θα είναι καταλυτική προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της γενικής ρευστότητας και ζήτησης της οικονομίας και της αγοράς ακινήτων. Αναμφίβολα νέες επενδύσεις υψηλής εμβέλειας τελικά προσφέρουν νέες θέσεις εργασίας, και ενίσχυση των μικρότερων επενδύσεων και κατανάλωσης στην οικονομία και στις αγορές της.

Το κράτος πρέπει, εκ των πραγμάτων, να παίζει καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση της νέας δομής της οικονομίας και συγκεκριμένα της αγοράς ακίνητης περιουσίας το 2020. Είναι καθοριστική προτεραιότητα για την οικονομία να υλοποιηθεί μια ολοκληρωμένη πολιτική ανάπτυξη της αγοράς ακίνητης περιουσίας. Μια πολιτική η

οποία θα αφορά συνεκτικές αλλαγές και δράσεις σε τομείς όπως η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας, η φορολογία, η σχετική νομοθεσία, τα κίνητρα επενδύσεων, το διοικητικό και κανονιστικό περιβάλλον.

Μέσω της αξιοποίησης της δημόσιας ακίνητης περιουσίας μπορεί με τον πρακτικότερο τρόπο να αναδειχτεί το νέο brand name της νέας ελληνικής οικονομίας. Αναπτύξεις και έργα σε δημόσια ακίνητα ή μια ανάπλαση δημοσίων χώρων είναι το καλύτερο εργαλείο ανάδειξης της νέας ταυτότητας των υποδομών για την οικονομία του 2020. Μια αξιοποίηση δημοσίων ακινήτων όχι μόνο δημιουργεί νέα έσοδα για την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του κράτους αλλά εμμέσως αποτελεί το σημείο «άγκυρα» για τον τρόπο ανάπτυξης της γενικότερης περιοχής και συνολικά της χώρας. Η αποτύπωση στην φυσιογνωμία της νέας οικονομίας θα καθρεπτιστεί στις αναπτύξεις στην δημόσια ακίνητη περιουσία και στις αναπλάσεις των δημοσίων κοινόχρηστων χώρων. Η υπερβολική αργοπορία στο κομμάτι της αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας είναι ένα μεγάλο εμπόδιο για την ανάκαμψη της οικονομίας από την δημοσιονομική και αναπτυξιακή κρίση.

Το φορολογικό πλαίσιο πρέπει να σχεδιαστεί εξ αρχής. Κύριος στόχος μια δίκαιη και απλή φορολογία με υψηλό δημοσιονομικό αποτέλεσμα και αναπτυξιακά κίνητρα. Για παράδειγμα είναι απαραίτητη μια μείωση των συντελεστών του φόρου μεταβίβασης και κατάργηση του ΦΠΑ στις νεόδμητες οικοδομές ειδικά μετά την αύξηση των αντικειμενικών αξιών, προσδίδοντας έτσι ένα κίνητρο για νέες αγοραπωλησίες και υψηλά δημόσια έσοδα. Η μείωση του ΦΠΑ στις ανακαινίσεις είναι αναγκαία ώστε οι ιδιοκτήτες να έχουν ένα παραπάνω κίνητρο για αναβάθμιση των ακινήτων τους, ειδικά όταν το μεγάλο ποσοστό του κτιριακού όγκου είναι παλαιότητας και η οικονομική κρίση δεν επιτρέπει εύκολα την κατασκευή νέων κατοικιών. Επίσης ο ετήσιος φόρος ακίνητης περιουσίας (ΦΑΠ) πρέπει να αναδομηθεί πλήρως ώστε να δίνει ένα πιο δίκαιο κοινωνικό και δημοσιονομικό αποτέλεσμα και τα πολλαπλά τέλη ακινήτων να επαναπροσδιοριστούν πιο λογικά και δίκαια.

Η νομοθεσία σε όλους τους τομείς που αφορούν την ακίνητη περιουσία παραμένει πολύπλοκη δημιουργώντας καθυστερήσεις και γραφειοκρατία σε όλα τα στάδια εξέλιξης ενός ακινήτου. Απαραίτητο ένα διυπουργικό έργο κωδικοποίησης και απλοποίησης της νομοθεσίας ώστε γίνει απλό και λειτουργικό το νομοθετικό πλαίσιο

αξιοποίησης ακινήτων, θέτοντας την ελληνική αγορά πιο ελκυστική για νέες μεγάλες ή μικρές επενδύσεις νέων κεφαλαίων.

Τα νέα κίνητρα επενδύσεων στην αγορά ακίνητης περιουσίας είναι επίσης ουσιαστικό σημείο αλλαγών. Τέτοια παραδείγματα είναι η ενίσχυση του κανονιστικού πλαισίου των βιομηχανικών ζωνών για κτίρια μεταποίησης ή των ζωνών χονδρεμπορίου για αντίστοιχα διαμετακομιστικού εμπορίου. Η συνέχιση των φοροαπαλλαγών σχετικά με τους τόκους επενδυτικών ή στεγαστικών δανείων στο νέο εθνικό φορολογικό σύστημα είναι θετική. Παρόντα προγράμματα όπως το «εξοικονόμηση κατ' οίκον» είναι εποικοδομητικά και πρέπει να επεκταθούν χρονικά και χρηματοδοτικά εφόσον είναι σχεδιασμένα με ρεαλιστικές προδιαγραφές. Ο αναπτυξιακός νόμος πρέπει να εφαρμοστεί με νέες εφικτές παραμέτρους, στηρίζοντας επενδύσεις σε ακίνητα δυναμικών τομέων της οικονομίας.

Τέλος το διοικητικό και κανονιστικό περιβάλλον πρέπει να ανασυνταχθεί ώστε να γίνει λιγότερο γραφειοκρατικό και να ξεπεράσει τις σημερινές αγκυλώσεις. Το νομοσχέδιο για τον νέο τρόπο έκδοσης οικοδομικών αδειών είναι προς την θετική κατεύθυνση, χρειάζεται όμως απλοποίηση του κανονιστικού πλαισίου για σειρά αδειών και διαδικασιών ώστε να προχωρήσουν οι καθημερινές επενδύσεις στον μικρομεσαίο τομέα. Για το κομμάτι των επενδύσεων υψηλής εμβέλειας η λειτουργία του «fast track» ίσως είναι μια πρώτη λύση. Για το ευρύ φάσμα μικρομεσαίων επενδύσεων μια ουσιαστική παρέμβαση είναι η δημιουργία νέων κέντρων εξυπηρέτησης επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγγελματιών fast track μιας στάσης με την ταυτόχρονη αναδόμηση του δικτύου εφοριών, πολεοδομιών και λοιπών υπηρεσιών σε λογική back office.

Η οικονομία και η αγορά ακινήτων έφτασαν το σημείο μηδέν. Είναι η ίδια η εξέλιξη που πλέον οδηγεί στην αναδόμηση τους. Η απαξίωση δεν είναι η απόλυτη αλήθεια και δεν ωφελεί κανένα. Είναι η ώρα της ουσιαστικής δράσης με στρατηγική στόχευση μια νέα φυσιογνωμία για την ελληνική οικονομία. Η ακίνητη περιουσία παίζει τον αυτονόητο ρόλο την υποδομής του νέου “brand name” αυτής νέας ανάπτυξης. Η προσωπική και συλλογική μας νέα εποικοδομητική νοοτροπία, η δέσμευση μας για δράση προς την δημιουργία μιας νέας ανταγωνιστικής οικονομίας και μιας νέας ισόρροπης ανάπτυξης είναι η ηλεκτρική σύνδεση. Για την ώρα η μελλοντική εικόνα της οικονομίας και της αγοράς ακινήτων για το 2020, είναι ένα

όραμα στο χέρι όλων μας και του καθένα ξεχωριστά που πρέπει να γίνει πραγματικότητα. Το μόνο σίγουρο είναι ότι μόνο εάν πετύχουμε τότε πραγματικά θα προαχθεί καθολικά το κοινωνικό συμφέρον.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η αναγκαιότητα για επενδύσεις αυξήθηκε με τα χρόνια, καθώς οι ραγδαίες εξελίξεις σε τοπικό, περιφερειακό και σε παγκόσμιο επίπεδο έχουν κάνει ακόμη πιο επιτακτική την ύπαρξη τους στην σημερινή οικονομία. Παρά τα γνωστά προβλήματα που παρατηρούνται τα τελευταία χρόνια, αναμένεται να έχει σημαντική ανάπτυξη, ο θεσμός των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, στη χώρα μας, καθώς αποτελεί μια αξιόλογη μορφή επένδυσης, τόσο για τους ιδιώτες μικροεπενδυτές, όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές. Μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που διαθέτουν σήμερα σημαντική ακίνητη περιουσία, έχουν επιδείξει το ενδιαφέρον τους για τη δημιουργία Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας. Έτσι η ανάπτυξη των εταιρειών αυτών θα δημιουργήσει τον κύριο κορμό θεσμικών επενδυτών ακινήτων στην Ελλάδα και θα καθορίσει αποφασιστικά το μέλλον και την ανάπτυξη της κτηματαγοράς. Ταυτόχρονα, ο θεσμός των REITs αποκτά σταδιακά όλο και μεγαλύτερη βαρύτητα στην επενδυτική αγορά των Εταιρειών Ακίνητης Περιουσίας και αναμένεται να αποτελέσει το κύριο όχημα επενδύσεων στο συγκεκριμένο τομέα. Μέχρι και σήμερα έχουν παρατηρηθεί σημαντικές αλλαγές στο Νομοθετικό πλαίσιο που αφορά τις εν λόγω εταιρείες, καθώς είχε πολλές ελλείψεις και προβλήματα. Οι αλλαγές αυτές αφορούν κυρίως την φορολογία, την διανομή κερδών, τη σύναψη δανείων, την εποπτεία και τις κυρώσεις σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων που έχουν τεθεί.

Λαμβάνοντας υπόψη τη φύση και την κλίμακα των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων, οι Εταιρείες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας πρέπει να πληρούν καθ'όλη τη διάρκεια της λειτουργίας τους, τις προϋποθέσεις με βάση τις οποίες έλαβαν τη σχετική άδεια, έτσι ώστε να είναι αξιόπιστες απέναντι στο επενδυτικό κοινό. Την εποπτεία των εν λόγω εταιρειών, κατέχει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία με την σειρά της εξειδικεύει τις προϋποθέσεις, τη διαδικασία, καθώς και κάθε τεχνικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας των παραπάνω εταιρειών.

Η ανάπτυξη των Α.Ε.Ε.Α.Π. όμως,³⁸ εξαρτάται και από το περιβάλλον στο οποίο γίνονται οι επενδύσεις. Εκτός από τους γενικούς αρνητικούς παράγοντες της χώρας, υπάρχουν αρκετοί ειδικοί που επηρεάζουν τον κλάδο της ανάπτυξης και της εκμετάλλευσης των ακινήτων στην Ελλάδα. Ενδεικτικά αναφέρονται οι αδυναμίες του κτηματολογίου, οι ετεροβαρείς ρυθμίσεις των εμπορικών μισθώσεων σε βάρος των εκμισθωτών, νομοθετικές ρυθμίσεις που δεν έχουν προηγούμενο σε προηγμένη ή και υποανάπτυκτη χώρα, η φορολογική αστάθεια και οι αιφνιδιαστικές φοροεπιδρομές κατά των ακινήτων, οι επιβαρύνσεις κατά την μεταβίβαση ή την δανειοδότηση ακινήτων για να επιβιώνουν παρασιτικά προστατευόμενα επαγγέλματα. Όλα αυτά δημιουργούν ένα «τοξικό» περιβάλλον εντελώς ακατάλληλο για επενδύσεις ακινήτων στην Ελλάδα, που δεν θεραπεύεται από ένα σύγχρονο νόμο για τις Α.Ε.Ε.Α.Π. Κατά συνέπεια ο δύσκολος, αλλά και απόλυτα αναγκαίος, δρόμος του εκσυγχρονισμού της χώρας, με οδηγό τα ευρωπαϊκά πρότυπα και τις διεθνείς βέλτιστες πρακτικές, είναι ο απολύτως απαραίτητος παράγοντας για να αναπτυχθούν οι ελληνικές Α.Ε.Ε.Α.Π., χωρίς να είναι αναγκασμένες να μεταναστεύουν τα επενδυτικά τους κεφάλαια στο εξωτερικό για να είναι ελκυστικές.

Για να αποφύγουμε τυχόν κινδύνους λοιπόν που μπορεί να προκληθούν σχετικά με τον θεσμό των Α.Ε.Ε.Α.Π., αξίζει να σημειωθεί ότι:

- ✓ Θα πρέπει να οργανωθεί και να λειτουργήσει με πιο οργανωμένο τρόπο το σύστημα Αντικειμενικών Αξιών Ακινήτων προκειμένου να αποφευχθούν οποιεσδήποτε υπερεκτιμήσεις ή υποεκτιμήσεις των στοιχείων που απαρτίζουν τα χαρτοφυλάκια των εταιρειών επενδύσεων.
- ✓ Οι προοπτικές βελτίωσης της υποδομής τουλάχιστον στο κέντρο της Αθήνας, αλλά και στα υπόλοιπα μεγάλα εμπορικά κέντρα είναι περιορισμένες και χρονοβόρες.
- ✓ Η αυξημένη ζήτηση κατοικιών σε ένα σημαντικό ποσοστό προέρχεται από τους οικονομικούς μετανάστες και αφορά κατοικίες με χαμηλά μισθώματα.
- ✓ Υπάρχει περιορισμένη προσφορά ειδικευμένων στελεχών στην αγορά του real estate.

³⁸ www.epixeirisi.gr

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω και με δεδομένο ότι ήδη έχουν σημειωθεί αρκετά σημαντικά βήματα στην ανάπτυξη του θεσμού των Ανώνυμων Εταιρειών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας, θεωρούμε ότι το μέλλον των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα είναι αρκετά ευοίωνο και πρόκειται να αποτελέσει την σημαντικότερη μορφή επένδυσης στη χώρα μας.

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αλεξανδρίδης Μ., Διαχείριση Επενδύσεων, 2005, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε., Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999, Αθήνα
- Ζοπουνίδης Κ., Βασικές Αρχές και Σύγχρονα Θέματα του Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ, 2003, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα
- Σπύρου Σ., Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, 2003, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα
- Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις I, 2001, Εκδόσεις Ελλην Γ. Παρίκος & Σια Ε.Ε., Αθήνα
- Gitman L. & Joehnk M., Επενδύσεις II, 2001, Εκδόσεις Ελλην Γ. Παρίκος & Σια Ε.Ε., Αθήνα

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- <http://www.b2green.gr>

- <http://www.capital.gr>

- <http://www.e-forologia.gr>

- <http://www.epixeirisi.gr>

- <http://www.ered.gr>

- <http://www.ergonblog.gr>

- <http://www.forin.gr>

- <http://www.hcmc.gr>

- <http://www.hellastax.com>

- <http://www.ici-reic.com>

- <http://www.kerdos.gr>

- <http://lawbank.forologikanea.gr>

- <http://www.nautemporiki.gr>

- <http://www.opengov.gr>

- <http://www.pxpa.gr>

- <http://www.step-forward.gr>

- <http://www.taxheaven.gr>

- <http://www.taxlaw.gr>

- <http://www.technologismiki.com>

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ

- Εφημερίδα το Βήμα

- Εφημερίδα της Κυβερνήσεως

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ