

2015

bö í â ¼ à ç á µ<sup>-</sup> ½ ± µ æ ± á ¼ ç ã ä µ<sup>-</sup> á  
 bö š í à á ç ç , µ ã ¼ ì â ä é ½ REITs;  
 bö œ ± , ±<sup>-</sup> ½ ç ½ ä ± â ± à ì ä · ½ µ » » · ½  
 bö ´<sup>1</sup> µ , ½ ® µ ¼ à µ<sup>1</sup> á<sup>-</sup> ±

Charalambous, Andreas

bö á ì³ á ± ¼ ¼ ± ä ä · ½ • ° ä<sup>-</sup> ¼ · ä · ° ±<sup>1</sup> ´ ½ ¬ à ä á ¾ · ´ ° ½ ® ä é ½ , £ ç ç » ® ´ á ç<sup>1</sup> ä µ<sup>0</sup> ä ç ½<sup>10</sup>  
 bö “ µ é à µ á<sup>12</sup> ± » » ç ½ ä<sup>10</sup> î ½ • à<sup>1</sup> ä ä · ¼ î ½ , ± ½ µ à<sup>1</sup> ä ä ® ¼<sup>1</sup> ç • µ ¬ à ç »<sup>1</sup> â ¬ æ ç á

<http://hdl.handle.net/11728/7055>

Downloaded from HEPHAESTUS Repository, Neapolis University institutional repository



**How can the Real Estate Investment Trusts (REITs) be applied  
in Cyprus?**

**Learning from the Greek and International Experience**

**Πώς μπορεί να εφαρμοστεί στην Κύπρο ο θεσμός των REITs;  
Μαθαίνοντας από την ελληνική και διεθνή εμπειρία**

**ΑΝΔΡΕΑΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ (BSC, MSc, MBA)**

**ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ, 2015**

**How can the Real Estate Investment Trusts (REITs) be applied  
in Cyprus?**

**Learning from the Greek and International Experience**

**Πώς μπορεί να εφαρμοστεί στην Κύπρο ο θεσμός των REITs;  
Μαθαίνοντας από την ελληνική και διεθνή εμπειρία**

**Του**

**Ανδρέα Χαραλάμπους**

**MSc in Real Estate**

**Πανεπιστήμιο Νεάπολις Πάφου**

**Πάφος, Κύπρος 2015**

**Υποβληθείσα στη Σχολή Αρχιτεκτονικής και Γεωπεριβαλλοντικών  
Επιστημών σε μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για την απόκτηση  
του Πτυχίου του**

**MASTER OF SCIENCE**

# How can the Real Estate Investment Trusts (REITs) be applied in Cyprus?

## Learning from the Greek and International Experience

Πώς μπορεί να εφαρμοστεί στην Κύπρο ο θεσμός των REITs;  
Μαθαίνοντας από την ελληνική και διεθνή εμπειρία

Μεταπτυχιακή Διατριβή

*Επιβλέπων Καθηγητής*

*Δρ. Γιώργος Μούντης*

## Ευχαριστίες

Για την εκπόνηση της παρούσας μεταπτυχιακής διατριβής και την τελική της διεκπεραίωση θα ήθελα να ευχαριστήσω πρωτίστως την οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράσταση και ηθική υποστήριξη που έδειξαν καθ' όλη τη διαδικασία συγγραφής της.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα Καθηγητή της διατριβής μου Δρ. Γιώργο Μούντη για την επιστημονική, πνευματική και ηθική υποστήριξη που μου παρείχε. Οι πρακτικές συμβουλές και η καθοδήγησή του είχαν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη της βέλτιστης ανάλυσης και δομής της διατριβής.

## Περιεχόμενα

Περίληψη.....	7
<b>1. Κεφάλαιο: Εισαγωγή .....</b>	<b>9</b>
1.1 Σκοπός και Στόχοι.....	11
1.2 Θέμα έρευνας.....	12
1.3 Δομή.....	12
<b>2. Κεφάλαιο: Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας .....</b>	<b>13</b>
2.1 Ιστορική Αναδρομή των REITs .....	13
2.2 Τα REITs: Περιγραφή και τα είδη τους.....	15
2.3 Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας.....	19
2.4 Πλεονεκτήματα από την Επένδυση σε REITs .....	20
2.5 Μειονεκτήματα από την Επένδυση σε REITs .....	23
2.6 Τα REITs στον Ευρωπαϊκό χώρο .....	25
2.7 Τα REITs στην Ιρλανδία.....	27
2.8 Τα REITs στην Ελλάδα .....	28
2.9 Τα REITs στην Ισπανία.....	31
2.10 Τα REITs στην Ασία.....	31
2.11 Τα REITs στη Σιγκαπούρη.....	32
2.12 Τα REITs στο Χόνγκ Κόνγκ.....	33
2.13 Τα REITs στην Αυστραλία.....	34
<b>3. Κεφάλαιο: Εμπειρίες καλής πρακτικής από ξένα REITs .....</b>	<b>35</b>
3.1 Νέο και ανανεωμένο νομικό σύστημα .....	35
3.2 Ευνοϊκή Φορολογική Απαλλαγή .....	35
3.3 Θέσπιση αυστηρών απαιτήσεων .....	36
3.4 Ομάδα διαχείρισης .....	36
<b>4. Κεφάλαιο: Μεθοδολογία .....</b>	<b>36</b>
4.1 Η φύση της έρευνας.....	36
4.2 Ερευνητική διαδικασία και προσδιορισμός του προβλήματος.....	37

4.3	Διαδικασία διεξαγωγής της έρευνας .....	37
4.4	Σκοπός της έρευνας.....	37
4.5	Προσδιορισμός του είδους της έρευνας .....	37
4.6	Επιλογή των μεθόδων συλλογής των στοιχείων .....	37
4.7	Συγκέντρωση στοιχείων.....	38
4.8	Δευτερογενή δεδομένα .....	38
4.9	Μέθοδοι συγκέντρωσης δευτερογενών δεδομένων. ....	39
5.	Κεφάλαιο: Ανάλυση και Κύρια Αποτελέσματα.....	39
5.1	Αγορά Ακινήτων στην Κύπρο .....	39
5.2	Χαρακτηριστικά που πρέπει να έχουν τα REITs στην Κύπρο.....	40
5.3	Αναμενόμενη επίδραση REITs στην Κυπριακή αγορά ακινήτων .....	41
6.	Κεφάλαιο: Συμπεράσματα .....	42
6.1	Εισαγωγή .....	42
6.2	Ευκολία εισαγωγής των REITs στη Κύπρο.....	43
6.3	Χρονική συγκυρία .....	43
6.4	Πιθανές επιπτώσεις από εισαγωγή των REITs.....	44
6.5	Τελικό συμπέρασμα.....	44
6.6	Προτάσεις για μελλοντική έρευνα .....	45
7.	Βιβλιογραφία .....	46

## Περίληψη

Η αγορά ακινήτων αποτελούσε και εξακολουθεί να αποτελεί μια ιδιαίτερα σημαντική επενδυτική επιλογή η οποία πρόσφατα έχει αποκτήσει και ένα χρηματοοικονομικό χαρακτήρα.

Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs) αποτελούν πλέον ένα πολύ σημαντικό εργαλείο εναλλακτικής επένδυσης σε ακίνητα και μια επιλογή για τους επενδυτές που δεν θέλουν να αναλάβουν το ρίσκο της απευθείας επένδυσης σε ακίνητη περιουσία.

Είναι εταιρείες κλειστού τύπου, που είτε εντάσσονται σε χρηματιστήριο είτε παραμένουν ιδιωτικές, που επενδύουν και διαχειρίζονται ακίνητα τα οποία παράγουν εισόδημα και διανέμουν αναγκαστικά το 90% των κερδών τους στους μετόχους τους. Σημειώνεται ότι τα κέρδη αυτών των εταιρειών δεν υπόκεινται σε φορολογία αφού φορολογείται το εισόδημα από μερίσματα στο επίπεδο των μετόχων. Επίσης, η διαχείριση των ακινήτων γίνεται είτε στο επίπεδο της διεύθυνσης του REIT είτε εκχωρείται σε τρίτους.

Οι εταιρείες αυτές, έχουν την αφετηρία τους τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (ΗΠΑ). Σύμφωνα με το άρθρο των Campbell, R. Sirmans, C. (2002) το 1960, το Αμερικανικό Κογκρέσο ενέκρινε τη δημιουργία των REITs ως ένα μέσο που θα έδινε τη δυνατότητα στους ιδιώτες και στους μικροεπενδυτές να αποκτήσουν συμμετοχή σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας εξασφαλίζοντας ταυτόχρονα ρευστότητα στην αγορά ακινήτων. (Campbell, R. Sirmans, C. (2002)

Παρόλο που ο θεσμός των REITs λειτουργεί στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής εδώ και αρκετά χρόνια και έχει ήδη καθιερωθεί στην Ευρώπη και στον υπόλοιπο κόσμο, στην Κύπρο εξακολουθούμε να βρισκόμαστε στο στάδιο προκαταρκτικών συζητήσεων για καθορισμού του θεσμικού πλαισίου και άλλων παραμέτρων που θα διέπουν τη λειτουργία τέτοιων εταιρειών στην περίπτωση που επιτραπεί η σύστασή τους, ενώ υπάρχει έντονη η αμφισβήτηση της εφαρμογής τους λόγω του μικρού μεγέθους της αγοράς.



Η μελέτη εστιάζει στην εφαρμοσιμότητα και τις προοπτικές ανάπτυξης των REITs στην Κύπρο και πως θα βοηθήσει την εγχώρια κτηματαγορά αντλώντας εμπειρίες από την ελληνική και διεθνή αγορά.

Για να απαντηθεί το βασικό ερώτημα της έρευνας, η βιβλιογραφική ανασκόπηση εστιάζει στην λειτουργία των REITs στην Ελλάδα, στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες χώρες διεθνώς όπως στη Σγκαπούρη, στο Χόνγκ Κόνγκ στην Αυστραλία και στην Ιρλανδία που έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά του μοντέλου ανάπτυξης με τη Κύπρο.

Επιχειρείται ιστορική αναδρομή της εξελικτικής πορείας των REITs και γίνεται αναφορά στα βασικά στοιχεία του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας τους, στα βασικά χαρακτηριστικά τους, στα πλεονεκτήματα και στα μειονεκτήματα τους και στα διάφορα μοντέλα REITs που υπάρχουν σήμερα.

Τέλος παρατίθενται εισηγήσεις για αποτελεσματική εφαρμογή και ανάπτυξη των REITs στην τοπική αγορά.

Η βασική ερώτηση που θα απαντηθεί μέσω της έρευνας είναι η εξής:

- Πως μπορεί να εφαρμοστεί ο θεσμός των REITs στην Κύπρο και κατά πόσο η εφαρμογή αυτή θα μπορούσε να ανατρέψει την παρατεταμένη ύφεση που χαρακτηρίζει την εγχώρια κτηματαγορά.

Τα επιμέρους ερωτήματα και στόχοι είναι οι εξής:

- Τι είναι τα REITs, ποια είναι τα βασικά χαρακτηρίστηκα τους και ποιες οι κατηγορίες τους;
- Πως εφαρμόστηκαν τα REITs σε άλλες χώρες , ποια ήταν τα κύρια προβλήματα στην εφαρμογή τους και ποια η επίδραση τους στην τοπική αγορά;
- Ποια είναι τα προβλήματα εφαρμογής και δυνατότητες ανάπτυξης των REITs στην Κύπρο και πως αναμένεται να επηρεάσουν την τοπική αγορά;

Οι απαντήσεις στα πιο πάνω ερωτήματα θα δοθούν μέσω της βιβλιογραφικής ανασκόπησης που εστιάζει στην λειτουργία των REITs στις ΗΠΑ και στον διεθνή και ευρωπαϊκό χώρο.

## 1. Κεφάλαιο: Εισαγωγή

Η ακίνητη περιουσία (Real Estate) είναι ένας νομικός όρος σύμφωνα με τον οποίο σε αυτή περιλαμβάνονται η γη μαζί με οτιδήποτε είναι μόνιμα πάνω στη γη, όπως για παράδειγμα τα κτίρια. Ειδικά νοείται η περιουσία που είναι στάσιμη ή σε σταθερή τοποθεσία. Η ακίνητη περιουσία θεωρείται συχνά συνώνυμη της ακίνητης ιδιοκτησίας, αν και η πρώτη αναφέρεται στα στοιχεία ενώ η δεύτερη στα δικαιώματα που απορρέουν από την κατοχή της πρώτης.

Ο υλικός πλούτος μιας κοινωνίας προσδιορίζεται από την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας της – υλικά αγαθά και υπηρεσίες που μπορούν να παράσχουν στα μέλη της. Η παραγωγική αυτή ικανότητα είναι μια λειτουργία των περιουσιακών στοιχείων αυτής της οικονομίας: γη, κτίρια, επίπεδο μόρφωσης, τεχνολογία προς παραγωγή αγαθών, εργατικό προσωπικό.

Οι αγορές της ακίνητης περιουσίας αποτελούν μέρος του ευρύτερου γενικού συστήματος αγορών. Η αγορά ιδιοκτησίας ως μέρος του ευρύτερου συστήματος αγορών, συγχωνεύεται και επηρεάζει όλες τις υπόλοιπες, όλο δηλαδή το σύστημα των αγορών και τα αυτοτελή αυτού στοιχεία. Η αγορά ιδιοκτησίας θεωρείται επίσης ένας από τους βασικούς δείκτες οικονομικής ανάπτυξης. Η ακίνητη περιουσία έχει αναπτύξει μια ισχυρή θέση στις επενδυτικές επιλογές, ιδιαίτερα μέσα και μετά την δεκαετία του 1990. Η ακίνητη περιουσία και οι επενδύσεις σε αυτήν είναι ένας τομέας που θεωρείται πλέον ένας σημαντικός παίκτης στην σκακιέρα των επενδυτικών επιλογών παγκοσμίως.

Η ανάπτυξη των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα REITs έχει αυξηθεί κατά πολύ στον τομέα των ακινήτων στην Ευρώπη και δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι ακολουθείται το πρότυπο των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Αρκετές θεσμικές αλλά και ιδιωτικές εταιρείες επενδύσεων προσελκύονται από τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητα REITs αφού σκοπός τους είναι μια

ασφαλής και υψηλή σε απόδοση επένδυση, αν λάβουμε υπόψη και την πρόσφατη οικονομική κρίση. Ο τομέας των επενδύσεων που έχουν να κάνουν με ακίνητα ολοένα και αυξάνεται.

Είναι απαραίτητο να τονιστεί ότι με την προσαρμογή και καθιέρωση των REITs η αγορά ακινήτων απέκτησε θετικά αποτελέσματα και πρόοδο. Είναι αξιοσημείωτο ότι σε διάφορες χώρες οι εταιρείες αυτές έχουν δεχθεί επιτυχία και γι' αυτό πολλές χώρες τις έχουν εφαρμόσει για να μπορούν να εισάγουν ένα ανταγωνιστικό θεσμικό περιβάλλον για τις επενδύσεις σε ακίνητα. Αυτό λειτουργεί επίσης ως εναρκτήριο βήμα για την προσέλκυση εγχώριων αλλά και ξένων κεφαλαίων.

Κύριος σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να επιχειρήσει να αναλύσει πώς οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητα REITs, θα μπορέσουν να αναπτυχθούν στην Κύπρο και ποια θα είναι η συμβολή τους στην εγχώρια κτηματαγορά. Με βάση την ιστορική ανασκόπηση και την έρευνα, οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητα REITs, έχουν θεσμοθετηθεί και λειτουργούν εδώ και πάρα πολλά χρόνια στο εξωτερικό. Τα τελευταία χρόνια λειτουργούν και στην Ελλάδα. Στην Κύπρο ακόμα να αναπτυχθούν και να λειτουργήσουν. Η παρούσα εργασία επιπλέον θα επιχειρήσει να προβεί σε παρουσίαση των ειδών των REITs και να εξετάσει τον τρόπο λειτουργίας τους. Επίσης θα προβεί σε συμπεράσματα που θα απαρτίζονται από θετικές απόρροιες αλλά και επιπτώσεις που πιθανόν να προκύψουν από τις επενδύσεις σε REITs.

Ένας από τους λόγους που τα REITs δεν έχουν ακόμα αναπτυχθεί σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες αλλά και στην Κύπρο είναι οι κίνδυνοι που ενδέχεται να έχουν σχετικά με τους φόρους. Ενδέχεται δηλαδή να χρησιμοποιηθούν για σκοπούς φοροδιαφυγής. Από την άλλη πλευρά όμως η ανάπτυξη των REITs είναι πολύ σημαντική για τις χώρες της Ευρώπης αλλά και για την Κύπρο, αφού η συμβολή τους στην στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα είναι σημαντική και αναγνωρισμένη. Σύμφωνα με τον Karytinis, 2003 η αναφερόμενη χρηματοπιστωτική κρίση, που όπως είναι γνωστό είχε ως πηγή τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και την αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, καταδεικνύει κατά τον πιο εναργή τρόπο πόσο κρίσιμος μπορεί να είναι ο ρόλος της αγοράς ακινήτων για τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα. Ταυτόχρονα, υπογραμμίζει την ανάγκη συλλογής στατιστικών στοιχείων με στόχο την επαρκή

καταγραφή και παρακολούθηση των εξελίξεων και την αξιολόγηση των κινδύνων που συνδέονται με την αγορά αυτή.

Συμπερασματικά, η άμεση επένδυση στην ακίνητη περιουσία μπορεί να είναι πολύ ακριβή και να παίρνει πολύ χρόνο. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι οι επενδυτές που προσπαθούν να βελτιώσουν την επίδοση του χαρτοφυλακίου τους με επένδυση σε ακίνητη περιουσία, προτιμούν να επενδύσουν έμμεσα σε αυτή. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της επένδυσης σε REITs. Πιο αναλυτικά τα REITs είναι μια εταιρεία επενδύσεων κλειστού τύπου που προσφέρει στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν σε αγορές σχετικές με ακίνητη περιουσία και τους επιτρέπει να συγκεντρώσουν το κεφάλαιό τους για άμεση και έμμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία, και την ίδια χρονική στιγμή απολαμβάνουν τα ίδια πλεονεκτήματα που είναι διαθέσιμα σε πιο εύπορους και εκλεπτυσμένους επενδυτές και επιχειρήσεις που έχουν την οικονομική δυνατότητα να επενδύουν άμεσα σε ακίνητη περιουσία. Γενικά, τα οφέλη που απολαμβάνουν είναι τα οφέλη από ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση καθώς και η επαγγελματική διαχείριση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητη περιουσία.

## 1.1 Σκοπός και Στόχοι

Η παρούσα μελέτη έχει ως στόχο να εξετάσει τη λειτουργία και την εφαρμογή του θεσμού των REITs στην Κύπρο και την συμβολή τους στην εγχώρια κτηματαγορά. Επιπλέον θα παρουσιαστούν τα είδη των REITs και θα εξεταστούν τα βασικά χαρακτηριστικά τους, καθώς επίσης και οι κατηγορίες τους. Κύριο σημείο αυτής της εργασίας θα αποτελέσει η εφαρμογή των REITs στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό και θα παρουσιαστούν τα κύρια προβλήματα που προέκυψαν από αυτή την εφαρμογή. Οι απαντήσεις στα πιο πάνω ερωτήματα θα δοθούν μέσω της βιβλιογραφικής ανασκόπησης που εστιάζει στην λειτουργία των REITs στην Ελλάδα, στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες χώρες διεθνώς όπως στην Ασία, στη Σιγκαπούρη, στο Χόνγκ Κόνγκ στην Αυστραλία και στην Ιρλανδία. Μέσα από αυτή την βιβλιογραφική ανασκόπηση θα διεξάγουμε συμπεράσματα από τις καλές πρακτικές REITs που προέκυψαν. Θα ακολουθήσει ανασκόπηση της Κυπριακής αγοράς ακινήτων η οποία θα συνδυαστεί με την δυνατότητα και τους τρόπους ανάπτυξης των REITs στην Κύπρο.

Οι επιμέρους στόχοι είναι οι εξής:

- Τα REITs, τα βασικά χαρακτηριστικά τους και οι κατηγορίες τους.
- Η εφαρμογή των REITs στην Ελλάδα και στο εξωτερικό και τα κύρια προβλήματα που προέκυψαν κατά την εφαρμογή τους.
- Τα προβλήματα εφαρμογής και οι δυνατότητες ανάπτυξης των REITs στην Κύπρο.

## 1.2 Θέμα έρευνας

Για την εκπόνηση της παρούσας πτυχιακής εργασίας, έχουν τεθεί οι βασικοί στόχοι ούτως ώστε να απαντηθούν τα βασικά ερωτήματα, για σκοπούς έρευνας. Η έρευνα για την παρούσα πτυχιακή εργασία θα έχει ως κύριο σκοπό να απαντηθούν τα παρακάτω ερωτήματα. Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί αφορά την θεωρητική ανάλυση του θέματος. Επίσης, μέσω της διερεύνησης και της ιστορικής ανασκόπησης αλλά και μέσω της έρευνας των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων που απορρέουν από την εφαρμογή των REITs, θα μεταβούμε στο συμπέρασμα για την εφαρμογή και τις δυνατότητες ανάπτυξής τους στην Κύπρο.

Ακολούθως παρατίθενται τα βασικά ερωτήματα της έρευνας:

1. Πως μπορεί να εφαρμοστεί ο θεσμός των REITs στην Κύπρο;
2. Τι είναι τα REITs, ποια είναι τα βασικά χαρακτηριστικά τους και ποιες οι κατηγορίες τους;
3. Πως εφαρμόστηκαν τα REITs στην Ελλάδα και στο εξωτερικό και ποια ήταν τα κύρια προβλήματα στην εφαρμογή τους;
4. Ποια είναι τα προβλήματα εφαρμογής και δυνατότητες ανάπτυξης των REITs στην Κύπρο;

## 1.3 Δομή

Η παρούσα εργασία έχει θέσει ως στόχο να ερευνήσει και να απαντήσει ένα συγκεκριμένο ερώτημα: Πως μπορεί να εφαρμοστεί ο θεσμός των REITs στην Κύπρο και πια τα αναμενόμενα αποτελέσματα από τέτοια εισαγωγή. Για το λόγο αυτό έχει ακολουθηθεί μια συγκεκριμένη δομή, η οποία θα αναλυθεί ούτως ώστε να καταλήξουμε σε ορισμένα συμπεράσματα. Αρχικά

αναλύεται η θεματολογία και αιτιολογείται το ενδιαφέρον για το θέμα. Προσδιορίζεται το θέμα της έρευνας και παρουσιάζονται τα ερωτήματα αλλά και οι στόχοι της παρούσας μελέτης. Το πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζει μια ιστορική αναδρομή στην πορεία των REITs . Το επόμενο κεφάλαιο αφορά την περιγραφή των REITs, τα διάφορα είδη τους τα οποία εφαρμόζονται, τα πλεονεκτήματα αλλά και τους κινδύνους που απορρέουν από την εφαρμογή τους. Ακολούθως αναλύεται η ανάπτυξη των REITs σε διάφορες χώρες. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται και τα κύρια προβλήματα που προέκυψαν από την εφαρμογή τους σε αυτές τις χώρες. Το κεφάλαιο 3 αφορά την μεθοδολογία και τη στρατηγική που ακολουθήθηκε για να εκπονηθεί η μελέτη. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας γίνεται στο κεφάλαιο 4 και καταλήγουμε στο κεφάλαιο 5 όπου παρουσιάζονται τα συμπεράσματα αλλά και οι προτάσεις για εξέλιξη στην έρευνα αυτή.

## 2. Κεφάλαιο: Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

### 2.1 Ιστορική Αναδρομή των REITs

Τα πρώτα REITs δημιουργήθηκαν στις ΗΠΑ σε απάντηση στην ομοσπονδιακή νομοθεσία των REITs που θεσπίστηκε το 1960 με σκοπό να δώσει τη δυνατότητα στους μικρούς επενδυτές να τοποθετήσουν από κοινού τον πλούτο τους σε ένα απλό φορέα ιδιοκτησίας, με διαφάνεια στη φορολογία, οπότε και βελτίωναν συλλογικά την πρόσβασή τους σε επενδύσεις που αφορούσαν σε μεγαλύτερα προγράμματα εμπορικής ακίνητης περιουσίας που παρήγαγαν εισόδημα. Η Ολλανδία και η Αυστραλία ακολούθησαν με τον ίδιο τρόπο μια δεκαετία αργότερα.

Αργότερα τα REITs θεωρούνταν μια σημαντική κατηγοριοποίηση της ιδιοκτησίας γης στις ΗΠΑ, στην Αυστραλία και σε μέρη της Ευρώπης, με εκατοντάδες, αν όχι χιλιάδες, REITs να έχουν εισαχθεί στα χρηματιστήρια αντίστοιχων χωρών. Από το 2000 ένας αριθμός Ασιατικών αγορών έχει αρχίσει να δημιουργεί παρόμοια μέσα για επένδυση σε ιδιοκτησία.

Η ευκαιρία αυτή ήταν, έως τότε, μη διαθέσιμη στο μέσο μικρό επενδυτή. Πιο συγκεκριμένα τη δεκαετία του 60 το αμερικανικό Κογκρέσο ενέκρινε την προώθηση των REITs σαν ένα μέσο, το οποίο θα έδινε τη δυνατότητα στους ιδιώτες και στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν τις

αποταμιεύσεις τους στις εταιρείες αυτές και με τον τρόπο αυτό να αποκτήσουν συμμετοχή σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας και πρόσβαση στα εισοδήματα που δημιουργούνταν από αυτά. Ουσιαστικά, εκτός από την παροχή της δυνατότητας συμμετοχής των μικροεπενδυτών σε μεγάλα, επαγγελματικά διαχειριζόμενα προγράμματα real estate κύριος σκοπός του επιχειρήματος ήταν η εξασφάλιση μεγάλης ρευστότητας, που είναι κάτι που λείπει σε μεγάλο βαθμό από τις επενδύσεις σε real estate. Το εγχείρημα αυτό περιλάμβανε και ένα σύνολο πολύπλοκων τεχνικών οδηγιών, που διαβεβαιώνουν πως τα REITs ήταν η έκδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων όχι σε κινητές αξίες αλλά αντιθέτως σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία.

Όταν δημιουργήθηκαν για πρώτη φορά και εφαρμόστηκαν οι εταιρείες αυτές στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, σύμφωνα με τη νομοθεσία που υπήρχε μπορούσαν μόνο κατά ένα μέρος να κατέχουν την ακίνητη περιουσία, ενώ παράλληλα έπρεπε να υπάρχουν τρίτες εταιρίες οι οποίες ήταν υπεύθυνες για τη διαχείριση των κεφαλαίων αλλά και την όλη διαδικασία του εγχειρήματος. Η διάκριση αυτή ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τη διαχείριση ακίνητης περιουσίας, την οποία θα έπρεπε να αναλάβει άλλη εταιρεία ήταν αρνητικό στοιχείο και για αυτό το λόγο η ιδέα αυτή δεν άρεσε στο κοινό και δεν βρήκε μεγάλη ανταπόκριση.

Τη δεκαετία του 1970 έγινε περισσότερο αισθητή η παρουσία των REITs στις κεφαλαιαγορές. Τα περισσότερα REITs της δεκαετίας αυτής είχαν την ονομασία mortgage REITs. Αυτό το είδος REITs ήταν εκείνη την εποχή ευκαιριακά, και πολλές εμπορικές τράπεζες είχαν αποκλειστεί από το δικαίωμα διαχείρισής τους καθώς θεωρήθηκε από διάφορους ελέγχους που έγιναν πως η διαχείριση των κεφαλαίων από την πλευρά τους ήταν λανθασμένη, αντιδεοντολογική και λειτουργούσε εναντίον των μετόχων και των επενδυτών. Τελικά, αυτό το είδος REITs είχε καταρρεύσει και η λανθασμένη επιλογή στη διαχείριση αυτών, οδήγησαν στον να τα αποκαλούν ως «αποδιοπομπαίους τράγους» των επενδυτικών χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Αργότερα, και σε αντίθεση με τα προγενέστερα REITs, τα πιο πρόσφατα REITs έχουν αναπτύξει πολύ μεγάλες διαστάσεις και έχουν γνωρίσει πολύ μεγάλη ανάπτυξη και απήχηση από το επενδυτικό κοινό. Αυτό φυσικά οφείλεται σε πολύ μεγάλο βαθμό και στις θετικές οικονομικές συγκυρίες που επικρατούσαν στις αρχές του 90. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι δυσμενείς συνθήκες στην αγορά του real estate είχαν ήδη ξεπεραστεί και πολλοί από το χώρο έκριναν ότι ήταν η κατάλληλη στιγμή για να προσπαθήσουν ξανά να μπουν σε αυτόν τον

τομέα. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των ακινήτων είχαν φτάσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα και λόγω των οικονομικών συνθηκών θεώρησαν ότι θα μπορούσαν να ανακάμψουν και κατά συνέπεια η επένδυση σε αυτά ήταν άκρως επικερδής. Φυσικά για να μπορέσει αυτό να έχει επιτυχία θα έπρεπε να υπάρχει απαραίτητο κεφάλαιο και ρευστότητα και γι' αυτό το λόγο κρίθηκε ότι ήταν απαραίτητη η συμμετοχή των REITs στο παραπάνω εγχείρημα, που προσέφεραν σημαντική ευελιξία και προοπτικές ανόδου. Οι επενδυτές τότε χαρακτήρισαν τα REITs ως 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 μία ιδιαίτερη αποτελεσματική αγορά, η δε διαδικασία συναλλαγής τους πολύ εύκολη και η αποτίμησή τους γινόταν καθημερινά από το Χρηματιστήριο. Αυτές οι εταιρείες ακόμα ήταν υποχρεωμένες να διανείμουν τα κέρδη τους ως μερίσματα, προκειμένου να επιτύχουν τις πολυπόθητες φορολογικές ελαφρύνσεις. Για 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 έτσι έγιναν ιδιαίτερα ελκυστικά στους επενδυτές εκείνους που αναζητούσαν μια κανονική και σταθερή 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 στην πιο πρόσφατη εποχή πιο μεγάλη εξάπλωση. Μάλιστα αυτές οι επενδυτικές εταιρείες στο εξωτερικό δεν επενδύουν μόνο σε κατοικίες, επαγγελματική στέγη, εμπορικά κέντρα και βιομηχανικά ακίνητα, αλλά επιπλέον έχουν εισχωρήσει και σε χώρους υγείας, επενδύοντας στα νοσοκομεία, κλινικές και άλλου είδους τέτοια ακίνητα, αλλά και στο χώρο του τουρισμού επενδύοντας σε ξενοδοχεία.

## 2.2 Τα REITs: Περιγραφή και τα είδη τους

Σύμφωνα με τους (Brueggeman και Fisher, 2010) ένας ορισμός ο οποίος μπορεί να δοθεί είναι ότι τα REITs είναι μια εταιρία ακίνητης περιουσίας η οποία με βάση τις ρυθμίσεις του φορολογικού καθεστώτος αποτελεί νομικό πρόσωπο το οποίο διανέμει το κέρδος από εκμετάλλευση των ακινήτων που κατέχει στους μετόχους του. Ένα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα με βάση τους Hoesli & McGregor, 2000 είναι ότι τα REITs αποφεύγουν τη διπλή φορολόγηση και τα κέρδη δίνονται στους μετόχους τους. Τα κέρδη αυτά διανέμονται ως μερίσματα και φορολογούνται ως εισόδημα των μετόχων.



Η άμεση επένδυση στην ακίνητη περιουσία μπορεί να είναι ακριβή και χρονοβόρα. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές που προσπαθούν να βελτιώσουν την επίδοση του χαρτοφυλακίου τους με επένδυση σε ακίνητη περιουσία, προτιμούν να επενδύουν έμμεσα σε αυτή. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω της επένδυσης σε REITs είτε μέσω της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας. (Brueggeman και Fisher, 2010).

Ουσιαστικά τα REITs είναι τίτλοι ιδιοκτησίας. Είναι μια εταιρεία επενδύσεων κλειστού τύπου που προσφέρει στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν σε αγορές σχετικές με ακίνητη περιουσία (π.χ ιδιοκτησίες ή υποθήκες που παράγουν εισόδημα). Επιτρέπουν στους επενδυτές να συγκεντρώσουν το κεφάλαιό τους για άμεση και έμμεση επένδυση σε ακίνητη περιουσία, και την ίδια χρονική στιγμή απολαμβάνουν τα ίδια πλεονεκτήματα που είναι διαθέσιμα σε πιο εύπορους επενδυτές και επιχειρήσεις που έχουν την οικονομική δυνατότητα να επενδύουν άμεσα σε ακίνητη περιουσία. Τα οφέλη που απολαμβάνουν είναι τα οφέλη από ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση καθώς και η επαγγελματική διαχείριση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητη περιουσία.

Τα REITs είναι εταιρείες των οποίων η κύρια λειτουργία είναι να μεταφέρουν κέρδη στους επενδυτές και έχουν πολλά πλεονεκτήματα. Ένα από αυτά είναι η ρευστότητα τους και η ευκολία ρευστοποίησης σε μετρητά σε σύγκριση με παραδοσιακές ιδιωτικές ακίνητες περιουσίες. Ο λόγος είναι ότι οι μετοχές των REITs διακινούνται σε μεγάλα χρηματιστήρια, γεγονός το οποίο καθιστά ευκολότερη την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων σε ιδιωτικές αγορές.

Η επένδυση σε REITs μέσω των κεφαλαιαγορών προσφέρει στους επενδυτές ένα μερίδιο από τα εισοδήματα και τα κεφαλαιακά κέρδη του χαρτοφυλακίου των ακινήτων του. Δηλαδή οι επενδυτές αποκτούν όλα τα πλεονεκτήματα της ιδιοκτησία ακίνητης περιουσίας, χωρίς να απασχολούνται με τη διαχείρισή τους. Έτσι, υπάρχει πλεονέκτημα ως προς την ευκολία ρευστοποίησης σε σχέση με την άμεση επένδυση σε ακίνητα και επίσης πλεονέκτημα στο ότι η διαχείριση γίνεται από εξειδικευμένους επαγγελματίες του τομέα. Αυτό φυσικά μπορεί και να θεωρηθεί και ως μειονέκτημα αφού η διαχείριση των ακινήτων εκχωρείται στην διοίκηση των

REITs. Βέβαια υπάρχει έλεγχος της διοίκησης των REIT από ανεξάρτητες αρχές και θεσμούς, όπως είναι οι ανεξάρτητοι διευθυντές τους και οι ανεξάρτητοι ελεγκτές λογιστές.

Οι εταιρίες οι οποίες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εταιρίες REITs πρέπει να έχουν τα εξής χαρακτηριστικά και να πληρούνται τα ακόλουθα:

- Να εγγραφεί ως νομική οντότητα.
- Να διοικηθεί από εκλεγμένο συμβούλιο.
- Να έχει μετοχές πλήρως μεταβιβάσιμες.
- Να αποτελείται τουλάχιστον από 100 μετόχους.
- Δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από 50% των μετοχών της πέντε ή λιγότερα άτομα κατά τη διάρκεια του τελευταίου εξαμήνου του οικονομικού έτους.
- Να επενδύει τουλάχιστον το 75% του συνολικού ενεργητικού σε στοιχεία ακίνητης περιουσίας.
- Να παράγει τουλάχιστον το 75% του ακαθάριστου εισοδήματος της από τα ενοίκια των ακινήτων ή από τόκους υποθηκών επί ακίνητης περιουσίας.
- Μέχρι 20% του ενεργητικού της να αποτελείται από μετοχές φορολογούμενων θυγατρικών κάποιας REIT.
- Να καταβάλλει ως μέρισμα τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματος της στους μετόχους.

Η βιομηχανία των REITs έχει ένα διαφοροποιημένο προϊόν που προσφέρει ελαστικές ευκαιρίες στους επενδυτές. Η κατηγοριοποίηση των REITs γίνεται συνήθως με βάση την επενδυτική πολιτική, τη γεωγραφική περιοχή καθώς και το είδος των ακινήτων. Με βάση την επενδυτική πολιτική, χωρίζονται στις πιο κάτω κατηγορίες:

### **A. Μετοχικά (Equity REITs)**

Επενδύουν τουλάχιστον το 75% των συνολικών περιουσιακών τους στοιχείων σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα. Έχουν στην κατοχή τους και χειρίζονται εισόδημα που προέρχεται από τα ακίνητα. Οι πρόσοδοί τους προέρχονται πρωταρχικά από τα ενοίκια των ιδιοκτησιών που κατέχουν. Τα μετοχικά REITs εξελίσσονται όλο και περισσότερο σε εταιρείες ακινήτων που υιοθετούν ένα μεγάλο εύρος δραστηριοτήτων όπως το leasing, η ανάπτυξη της ιδιοκτησίας και οι υπηρεσίες που αφορούν στην ενοικίαση.

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

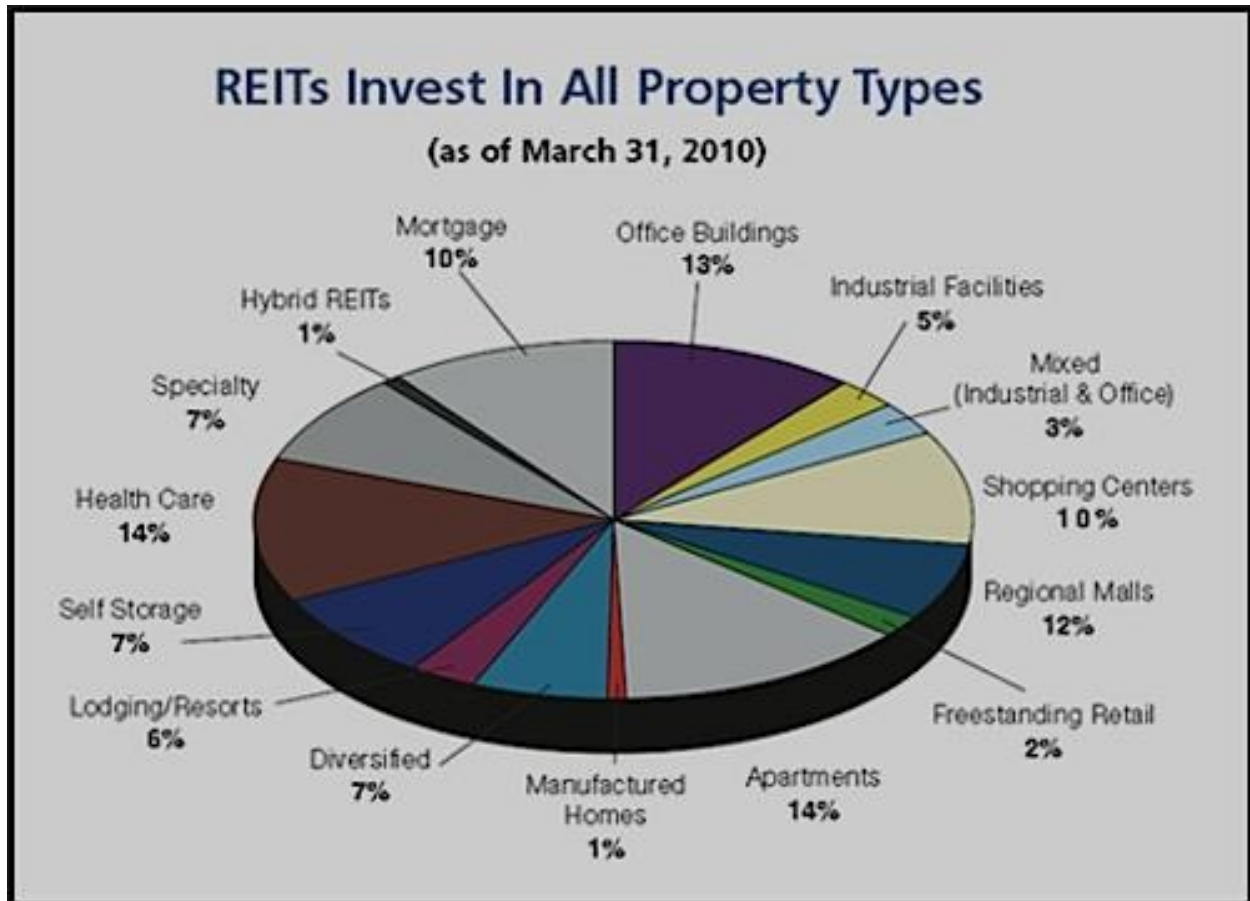
### **B. Ενυπόθηκα (Mortgage REITs)**

Επενδύουν τουλάχιστον το 75% των περιουσιακών στοιχείων σε δάνεια για κατοικία, σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια για κατασκευή καθώς και σε υποθήκες που αφορούν επαγγελματική περιουσία. Ασχολούνται δηλαδή με την κατοχή και την επένδυση ενυπόθηκων ιδιοκτησιών. Πιο συγκεκριμένα δανείζουν χρήματα απευθείας στους ιδιοκτήτες ακινήτων και στους επιχειρηματίες ή αυξάνουν το όριο της πίστωσης έμμεσα μέσω της απόκτησης δανείων ή ενυπόθηκων χρεογράφων. Τα σύγχρονα ενυπόθηκα REITs γενικά παρατείνουν την πίστωση μόνο σε υπάρχουσες ιδιοκτησίες. Οι πρόσοδοί τους παράγονται πρωτίστως από τον τόκο που κερδίζουν στα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον κίνδυνο του επιτοκίου με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες.

### **Γ. Παράγωγα – Υβριδικά (Hybrid REITs)**

Αυτή η κατηγορία των REITs συνδυάζει τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο άλλων κατηγοριών REITs με το να κατέχουν ιδιοκτησίες και να παρέχουν δάνεια σε ιδιοκτήτες ακινήτων και σε επιχειρηματίες.

### 2.3 Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας



*Πηγή: NAREIT, National Association of Real Investment Trusts 2010*

Κάποια REITs επενδύουν σε μία ποικιλία από περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα εμπορικά κέντρα, τα διαμερίσματα, οι αποθήκες, τα γραφεία, τα ξενοδοχεία, τα ιατρικά κέντρα και όλα τα ακίνητα υγείας, οι προκατασκευασμένες κατοικίες και οι βιομηχανικές περιοχές.

Στο πιο πάνω διάγραμμα από έρευνα που έγινε τον Μάρτιο 2010 φαίνεται η κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας.

## 2.4 Πλεονεκτήματα από την Επένδυση σε REITs

Οι επενδυτές που επενδύουν στα REITs αναμένουν σταθερές αποδόσεις.

Προσφέρουν τη δυνατότητα για μετριοπαθή, μακροπρόθεσμη ανατίμηση του κεφαλαίου. Οι μακροπρόθεσμες συνολικές αποδόσεις των REIT πιθανόν να είναι ελαφρώς χαμηλότερες από τις αποδόσεις μετοχών ανάπτυξης και ελαφρώς υψηλότερες από τις αποδόσεις των ομολόγων.

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την επένδυση σε REITs. Κάποια από τα πλεονεκτήματα σχετίζονται με την φορολογία, τις αποσβέσεις και την ικανότητα για δανεισμό.

Σύμφωνα με τους Gordon, 2008 και Block, 2011 αυτοί που επενδύουν στα REITs απολαμβάνουν μικρότερη επιβάρυνση από τη φορολογία, διανομή υψηλών μερισμάτων και πρόσβαση στα κεφάλαια και ρευστότητα.

Η επένδυση στα REITs προσφέρει τη δυνατότητα αποφυγής των εταιρικών φόρων εισοδήματος. Αυτό έχει οδηγήσει σε μια αύξηση ανταγωνισμού στην αγορά ακινήτων και με τη σειρά της αύξηση στην εμφάνιση των REITs. Με βάση το άρθρο Zandi, 2009, τα κέρδη των REITs προσφέρονται στους επενδυτές, οι οποίοι δύνανται να πληρώνουν φόρο φυσικού προσώπου αντί επιχειρηματικού φόρου. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους Campbell και Sirmans (2002), η επένδυση σε REITs έχει ως θετικό απότοκο τη ρευστότητα και την εποικοδομητική κατανομή κεφαλαίων στον τομέα των ακινήτων, καθώς επίσης και την μεγιστοποίηση των αποδόσεων για τους επενδυτές.

Οι εταιρίες REIT υποχρεούνται από τη νομοθεσία να διανέμουν κάθε χρόνο τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους ως μέρισμα στους μετόχους τους. Για αυτό το λόγο και τα REITs συγκαταλέγονται ανάμεσα σε εκείνες τις εταιρίες και επενδύσεις που πληρώνουν τα υψηλότερα μερίσματα. Τα μερίσματα προέρχονται κυρίως από τη σχετικά σταθερή και προβλέψιμη ροή των αντίστοιχων ενοικίων που έχουν καθοριστεί και πληρώνονται από όσους διακατέχουν περιουσίες των REITs. Επειδή οι ρυθμοί των ενοικίων τείνουν να αυξάνουν σε περιόδους πληθωρισμού, τα μερίσματα των REITs τείνουν, αντίστοιχα να προφυλάσσονται

έναντί της, μακροπρόθεσμα διαβρωτικής, επίδρασης των αυξήσεων των τιμών, δηλαδή του πληθωρισμού. Υπάρχει μια σχετικά χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των εισηγμένων REITs και των αποδόσεων των υπόλοιπων κοινών μετοχών ή και επενδύσεων σταθερού εισοδήματος. Συμπερασματικά, συγκαταλέγοντας τα REITs στο χαρτοφυλάκιο του, δύνανται κάποιος να πετύχει καλύτερη αλλά και μεγαλύτερη διαφοροποίηση.

Ακολούθως θα παρέχουμε μια σύντομη παρουσίαση για το τί μπορούν να προσφέρουν τα REITs στους επενδυτές:

- Σταθερό εισόδημα που λαμβάνεται μέσω μερισμάτων.
- Υψηλές μερισματικές αποδόσεις.
- Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου η οποία μειώνει τον κίνδυνο.
- Τα μερίσματα αναπτύσσονται και έτσι ο πληθωρισμός ξεπερνιέται.
- Όσον αφορά τη ρευστότητα, τα μερίδια δημόσιων REITs μετατρέπονται άμεσα σε μετρητά αφού η εμπορευματοποίησή τους διασφαλίζεται από την συμμετοχή τους σε αναγνωρισμένα χρηματιστήρια.
- Οι διαχειριστές των REITs υποχρεούνται να δίνουν τα στοιχεία τους στη δημοσιότητα, ανά τακτά χρονικά διαστήματα.
- Όσον αφορά την επίβλεψη, τα ανεξάρτητα στελέχη των εταιρειών REIT, τα οικονομικά και επαγγελματικά μέσα ενημέρωσης, οι ανεξάρτητοι αναλυτές, οι ανεξάρτητοι ορκωτοί ελεγκτές, προσφέρουν στο κοινό σε τακτά διαστήματα οικονομική αναφορά σχετικά με την πρόοδο και την εξέλιξη των REITs. Η λεπτομερής αυτή οικονομική αναφορά, προσφέρει στους επενδυτές ένα πολύ σημαντικό μέτρο προστασίας που αποτελεί κάτι πολύ περισσότερο από βαρόμετρο για την οικονομική κατάσταση των εταιρειών REIT.

- Τέλος, οι διαχειριστές των REITs είναι επιδέξιοι, ικανοί αλλά και έμπειροι επαγγελματίες στην αγορά ακινήτων και μπορούν να τη διαχειρίζονται με ευελιξία και ικανότητα.

Είναι πολύ σημαντικό το γεγονός ότι τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την επένδυση σε αγορά REITs δεν προσφέρονται μόνο ιδιώτες επενδυτές αλλά προσφέρονται επίσης σε κυβερνητικούς και μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς της κάθε χώρας, τόσο όσο αφορά την επένδυση όσο επίσης αφορά την πώληση ακινήτων. Για παράδειγμα, η κυβέρνηση μπορεί να αξιοποιήσει αυτό το πλεονέκτημα και να ενδυναμώσει την αξία των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Αναλυτικότερα, τα πλεονεκτήματα που παρέχει μια επένδυση σε REITs έναντι μιας άμεσης επένδυσης σε ακίνητα, παρουσιάζονται πιο κάτω:

- Ρευστότητα: Τα REITs προσφέρουν ρευστότητα στους επενδυτές, καθώς διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια με αποτέλεσμα να υπάρχει η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της επένδυσης, σε αντίθεση με την πώληση ενός ακινήτου στην “spot” αγορά. Βάσει του Δρ. Αριστοτέλη Καρυστινού «τα REITs χαρακτηρίζονται από αυξημένη ρευστότητα σε σχέση με μια άμεση επένδυση σε ακίνητα που εμφανίζει περιορισμένη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης, και αυτό γιατί στην περίπτωση των REITs ο επενδυτής κατέχει μετοχές εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης.» Σύμφωνα με τους (Campbell & Sirmans, 2002) η μεγαλύτερη ρευστότητα στην εγχώρια αγορά ακινήτων, έχει ως αποτέλεσμα την πιο αποτελεσματική κατανομή του κεφαλαίου.
- Διαφοροποίηση: Τα REITs κατέχουν χαρτοφυλάκια τα οποία εμπεριέχουν μεγάλο αριθμό και μέγεθος ακινήτων που έχει ως αποτέλεσμα την δυνατότητα διαφοροποίησης των επενδύσεων μέσω της βελτίωσης της γεωγραφικής διασποράς. Επίσης σύμφωνα με τους Campbell & Sirmans, 2002 δίνονται ευκαιρίες για τα συνταξιοδοτικά ταμεία και άλλους επενδυτές να επιτευχθούν τα οφέλη διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των ακινήτων, χωρίς να αναλάβουν το βάρος της διπλής φορολόγησης, ή να πληρώνουν υψηλό κόστος των συναλλαγών που συνδέονται με την άμεση ιδιοκτησία. Οι επενδυτές έχουν αντιληφθεί ότι είναι πολύ σημαντικό το γεγονός ότι τα χαρτοφυλάκιά τους είναι όσον το δυνατόν καλύτερα διαφοροποιημένα. Αυτό έχει συνειδητοποιηθεί από όλους τους επενδυτές: από τους πιο συντηρητικούς που προσπαθούν να αυξήσουν το

εισόδημά τους και ταυτόχρονα να προστατευθούν από το μελλοντικό πληθωρισμό, μέχρι τους επενδυτές ομολόγων και μετοχών που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν το ευμετάβλητο χαρτοφυλάκιό τους. Τα REITs προσφέρουν στους επενδυτές έναν τρόπο να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, δίχως να αυξήσουν σημαντικά τον κίνδυνο της επένδυσής τους. Τα REITs προσφέρουν μία ελκυστική σχέση κίνδυνου – απόδοσης και μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις ή μειωμένο κίνδυνο όταν προστεθούν σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

- Ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση: Το εισόδημα από την επένδυση σε κάποιο REIT δε φορολογείται διπλά, αφού φορολογείται στην «πηγή» μόνο.
- Μερίσματα : Ένα από τα πιο ελκυστικά χαρακτηριστικά της επένδυσης σε REIT είναι τα υψηλά μερίσματα, καθώς οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να πληρώσουν τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους στους μετόχους, με τη μορφή μερισμάτων κάθε χρόνο.
- Πρόσβαση στο κεφάλαιο: Επιτρέπει στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν με πολύ μικρά ποσά σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει ακίνητα ακόμα και από πολλές περιοχές. Έτσι, συμμετέχουν σε μια πολύ μεγάλη επένδυση, η οποία και διαχειρίζεται από επαγγελματίες.

## 2.5 Μειονεκτήματα από την Επένδυση σε REITs

Τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την ανάπτυξη των REITs σε μια χώρα είναι πολλά και σημαντικά. Πιθανόν όμως να παρουσιαστούν και κάποια μειονεκτήματα και κίνδυνοι από αυτή την λειτουργία των REITs. Με το συγκεκριμένο τρόπο που δομούνται τα REITs γίνεται ανακατανομή της φορολογικής επιβάρυνσης και αυτό μπορεί να λειτουργήσει αρνητικά ως προς την απόδοση και πρόοδο των φορολογητέων επιχειρήσεων. Ακόμη, μπορεί να οδηγήσει στην λειτουργία επιχειρήσεων που κερδίζουν από τα φορολογικά πλεονεκτήματα αλλά όμως υπολειτουργούν αφού τους επιβάλλονται θεσμικοί περιορισμοί.



Βασικό μειονέκτημα που ενδέχεται να προκύψει από την επένδυση REITs είναι η έλλειψη άμεσου ελέγχου της διαχείρισης η οποία υπάρχει στις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και που για πολλούς, συνήθως μη θεσμικούς επενδυτές μπορεί να είναι επιθυμητή. Στα μειονεκτήματα των REITs κατατάσσεται και η μεγάλη διακύμανση που εμφανίζουν οι τιμές των μετοχών τους καθώς αυτές επηρεάζονται από τις γενικές τάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές όπου είναι εισηγμένες οι εν λόγω μετοχές. Έτσι οι αποδόσεις τα λεγόμενα returns των REITs, σε σχέση με τις αποδόσεις από τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, έχουν μεγαλύτερη διακύμανση, στοιχείο που μεταγράφεται σε αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο. (Α. Καρυτινός, 2009)

Σε αντίθεση όμως με οφέλη και τα πλεονεκτήματα που χαρακτηρίζουν τα REITs που είναι αρκετά, τα μειονεκτήματα αυτών είναι ελάχιστα:

- Παρατηρείται η ύπαρξη πολλών περιορισμών στο δανεισμό για τα REITs, όπως για παράδειγμα στην Ελλάδα υπάρχει η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλου ποσοστού μετρητών από τις εν λόγω εταιρίες, αλλά και πολλές ανελαστικές διαδικασίες επενδύσεων. Οι αδυναμίες – ασάφειες αυτές αντιμετωπίζονται από την πολιτεία με διάθεση βελτίωσης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την προοπτική ανάπτυξης των REITs.
- Για φορολογικούς λόγους δίνεται το δικαίωμα διανομής μεγάλου μέρους των κερδών των εταιριών στους μετόχους με χαρακτηριστικό παράδειγμα τα αμερικανικά REITs που είναι υποχρεωμένα να διαμοιράσουν τουλάχιστον το 90% των κερδών τους ως μερίσματα στους μετόχους τους. Με την τακτική αυτή, οι εταιρίες μπορούν να επανεπενδύσουν μικρό μόνο κομμάτι των κερδών της προηγούμενης χρήσης. Αυτό είναι ανασταλτικό για την ανάπτυξη των REITs, εφόσον με τον τρόπο αυτό ο ρυθμός μεγέθυνσης των REITs να είναι μικρότερος από το μέσο ρυθμό αύξησης του γενικού δείκτη του αντίστοιχου χρηματιστηρίου αξιών.
- Τα έσοδα-μερίσματα από τις μετοχές REITs διακρίνονται από μία σταθερότητα και αρμονικότητα εφόσον προέρχονται ουσιαστικά από τα ενοίκια των ακινήτων. Δεδομένου αυτού, η αγορά και η επένδυση σε αυτά εξακολουθεί να έχει ρίσκο. Αυτό οφείλεται στο

γεγονός ότι αφενός η πληρωμή των μερισμάτων δεν είναι πλήρως εξασφαλισμένη και αφετέρου η αγορά του real estate έχει επιρροές σε μεγάλο βαθμό από τις κυκλικές διακυμάνσεις στην οικονομία. Άλλωστε, οι αρνητικές μεταβολές, σε μακροοικονομικά μεγέθη, όπως είναι τα επιτόκια και ο πληθωρισμός σε συνδυασμό με τις κακές οικονομικές προοπτικές και τη δυσμενή πολιτική κατάσταση που είναι δυνατό να συμβούν σε μια χώρα, μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά την αγορά του real estate με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών REITs να κινηθεί με πτώση.

## 2.6 Τα REITs στον Ευρωπαϊκό χώρο

Για τα Ευρωπαϊκά REITs δεν υπάρχουν προς το παρόν εξειδικευμένοι δείκτες και οι πλησιέστεροι δείκτες είναι αυτοί του European Public Real Estate Association (EPRA) και περιλαμβάνουν τις κύριες εισηγμένες εταιρίες ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, από τις οποίες σημαντικό ποσοστό είναι REITs. Οι δείκτες αυτοί δείχνουν υψηλές συνολικές ετήσιες επιδόσεις, και μερίσματα της τάξεως του 4%. Σύμφωνα με το άρθρο του Α. Καρυτινού (2010), η υιοθέτηση του θεσμού των REITs από πολλές ευρωπαϊκές χώρες και οι αυξανόμενες διασυνοριακές επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία έχουν παράλληλα αναδείξει την ύπαρξη πολλών περιορισμών στην υφιστάμενη νομοθεσία, καθώς και την ανάγκη επίλυσης αυτών σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Κάποια παραδείγματα είναι οι περιορισμοί στη δυνατότητα των REITs να κατέχουν ακίνητα σε χώρα διαφορετική από την έδρα τους ή να χαίρουν φορολογικών πλεονεκτημάτων για τέτοια ακίνητα, καθώς και περιορισμοί σχετικά με το μέγεθος της συμμετοχής που μπορούν να κατέχουν επενδυτές σε REITs με έδρα άλλη χώρα μέλος της ΕΕ.

Αναφορικά με τα χαρακτηριστικά των επιμέρους αγορών, σε ορισμένες περιπτώσεις όπως στην Ιρλανδία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο η αύξηση των τιμών σε σχέση με παλαιότερα χρόνια είναι της τάξεως του 50%. Μια τέτοια εξέλιξη είναι δύσκολο να εξηγηθεί μόνο με βάση τα θεμελίωση μακροοικονομικά μεγέθη των οικονομιών και θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και διαρθρωτικοί μακροοικονομικοί παράγοντες, όπως η αύξηση των στεγαστικών δανείων, η αύξηση του ποσοστού ιδιοκατοίκησης, εξέλιξη της σχέσης των τιμών των ακινήτων προς ενοίκια και η αύξηση της πυκνότητας του πληθυσμού.

Αναμφισβήτητα, η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει κατά πολύ και την ανάπτυξη των REITs στην Ευρώπη, η οποία έχει προχωρήσει με αργά βήματα και δεν έχει την ίδια αλματώδη ανάπτυξη με άλλες χώρες στον κόσμο, όπως για παράδειγμα στις ΗΠΑ. Οι κυβερνήσεις στις Ευρωπαϊκές χώρες δεν θέσπισαν αμέσως σχετική νομοθεσία για τα REITs, αφού πίστευαν ότι τα REITs δεν μπορούσαν να λάβουν της αξιόλογης προσοχής ειδικά όταν η ευρωπαϊκή οικονομία είχε αυτή την οικονομική, τραπεζική και χρηματιστηριακή κρίση. Για αυτό το λόγο αναφέρουν οι McGreal & Sotelo, 2008, η οικονομική κρίση μπορεί να λειτούργησε αρνητικά στην άμεση ανάπτυξη των REITs.

Επιπρόσθετα το 2011 η Ernst & Young μετά από διεξαγωγή έρευνας που αφορούσε την απόδοση και την εξέλιξη των REITs διεθνώς για τα οικονομικά έτη 2009-2010, αναφέρθηκε σε αποτελέσματα τα οποία ήταν θετικά. Τα REITs με την καλύτερη απόδοση ήταν και αυτά με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, τις περισσότερες επιλογές χρηματοδότησης και που είναι λιγότερο εκτεθειμένα σε κινδύνους. Η κάθε αγορά έχει θεσπίσει ειδικούς νόμους και κανονισμούς που αφορούν τη λειτουργία των REITs και αυτοί οι κανονισμοί είναι που προκαλούν ιδιαίτερη ανησυχία στους επενδυτές ιδιαίτερα αν τους θεωρούν πολύ περιοριστικούς. Έχει αποδειχτεί ότι αν οι κανονισμοί αυτοί δεν είναι ιδιαίτερα αυστηροί και περιοριστικοί, τα REITs μπορούν να αναπτυχθούν και να επεκταθούν πιο εύκολα αλλά ακόμα και να επιλεγούν από τους επενδυτές.

Στην περίπτωση των Ευρωπαϊκών Χωρών, τα REITs λειτούργησαν και ως μέσα για την ιδιωτικοποίηση μεγάλων ακινήτων τα οποία κατείχαν οι κυβερνήσεις και η διαχείρισή τους ελεγχόταν από δημόσιους φορείς. Ποιοι όμως ήταν οι λόγοι οι οποίοι οδήγησαν στην ανάπτυξη και την πρόοδο των REITs στην Ευρώπη; Σύμφωνα με τους Campbell & Sirmans, 2002 ο πρώτος και κύριος λόγος αφορά την επένδυση στην ακίνητη περιουσία η οποία έγινε εφικτή και για τους μικρούς επενδυτές, οι οποίοι είχαν απαλλαγεί από το υψηλό κόστος που συνδέεται με τις συναλλαγές άμεσης ιδιοκτησίας. Επιπρόσθετα, ένας άλλος λόγος ανάπτυξης των REITs στην Ευρώπη, έχει να κάνει με την έγκριση των REITs σε μία χώρα. Αυτή η έγκριση μπορεί να είναι η αιτία να μειωθεί το κόστος κεφαλαίου στις τοπικές εταιρείες ακίνητης περιουσίας, ενισχύοντας την ικανότητά τους για ανταγωνισμό και ενθαρρύνοντας την πιο αποτελεσματική κατανομή κεφαλαίου, αφού οι περισσότερες ευρωπαϊκές εταιρίες ακίνητης περιουσίας είναι ιδιωτικές και άρα βασίζονται σε ιδιωτικές πηγές κεφαλαίων.

Με βάση την έρευνα του Α. Καρουτινού (2010) για τις εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας, «η υιοθέτηση του θεσμού των REITs από πολλές ευρωπαϊκές χώρες και οι αυξανόμενες διασυνοριακές επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία έχουν παράλληλα αναδείξει την ύπαρξη πολλών περιορισμών στην υφιστάμενη νομοθεσία, καθώς και την ανάγκη επίλυσης αυτών σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Τέτοια παραδείγματα είναι οι περιορισμοί στην δυνατότητα των REITs να κατέχουν ακίνητα σε χώρα διαφορετική από την έδρα τους ή να χαίρουν φορολογικών πλεονεκτημάτων για τέτοια ακίνητα καθώς και περιορισμοί σχετικά με το μέγεθος της συμμετοχής που μπορούν να κατέχουν επενδυτές σε REITs με έδρα άλλη χώρα – μέλος της ΕΕ.» Μια λύση στο θέμα αυτό είναι ότι ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία επενδύουν τα REITs θα πρέπει να υπόκεινται στους ίδιους φορολογικούς κανόνες και να κερδίζουν τα ίδια φορολογικά πλεονεκτήματα. Συνεχίζοντας ο Α. Καρουτινός αναφέρει «με την εφαρμογή αυτού του θεσμικού πλαισίου θα διευκολυνθούν οι διασυνοριακές επενδύσεις (εντός Ευρώπης) με αποτέλεσμα την αύξηση του μεγέθους των ευρωπαϊκών REITs, την αύξηση του ανταγωνισμού και τη δημιουργία μεγαλύτερων περιθωρίων στις οικονομίες κλίμακας. Με τον τρόπο αυτό η Ευρώπη ως σύνολο θα έχει τη δυνατότητα να ανταγωνιστεί περισσότερο αποτελεσματικά άλλες παγκόσμιες χώρες»

Σύμφωνα με τους Eichholtz και Kok (2007) θα πρέπει να δημιουργηθεί και να συσταθεί μια τεράστια και προοδευτική αγορά ακινήτων REITs. Για να γίνει αυτό εφικτό όπως αναφέρουν, θα χρειαστεί να γίνει άρση διάφορων περιορισμών που ορίζονται για τις ευρωπαϊκές χώρες. Οι ίδιοι υποστηρίζουν ότι όταν τα REITs καθορίζονται από αυστηρό θεσμικό πλαίσιο με αυστηρές πολιτικές, τότε υπάρχει και μειωμένη απόδοση των REITs. Από την άλλη πλευρά όμως υποστηρίζουν ότι, οι πολιτικές αυτές μπορούν να παίξουν καθοριστικό ρόλο σε περιπτώσεις μεγάλων διακυμάνσεων. Μια μεγάλη διακύμανση αφορά και την περίπτωση της κρίσης η οποία θα αποτελούσε σημαντικό παράδειγμα αφού τα REITs θα μπορούσαν να ήταν μια λύση κατά της ξαφνικής πτώσης των αποδόσεων της αγοράς.

## 2.7 Τα REITs στην Ιρλανδία

Μεταξύ των προσπαθειών της κυβέρνησης της Ιρλανδίας για ανατροπή του υφεσιακού κλίματος και ραγδαίας πτώσης των τιμών των ακινήτων με όλα τα γνωστά επακόλουθα, ήταν και η εισαγωγή του θεσμού των REITs. Ο υπουργός οικονομικών Noonan ανακοίνωσε στην ομιλία

του για τον ετήσιο προϋπολογισμό του 2014, κατά την 5<sup>η</sup> Δεκεμβρίου, 2012 την εισαγωγή και θεσμοθέτηση των REITS. Στην ομιλία του ο υπουργός διευκρίνισε ότι η Ιρλανδία εισάγει τον θεσμό των REITS με σκοπό την αναζωογόνηση της αγοράς ακινήτων και επίσης για να βοηθήσει τη κρατική τράπεζα ακινήτων NAMA (National Asset Management Agency) να διαθέσει μέρος των ακινήτων που βρέθηκε να κατέχει λόγω της τραπεζικής κρίσης. Ο υπουργός και η κυβέρνηση πιστεύουν ότι μέσω των REITS και των φορολογικών και άλλων πλεονεκτημάτων που προσφέρουν, θα γίνει προσέλκυση ξένων επενδυτών για τα ακίνητα στην Ιρλανδία, βασιζόμενοι στα αντίστοιχα μοντέλα REITS στο ΗΒ, ΗΠΑ, Γαλλία και Γερμανία. (Williams D., 2013)

Ο Jim Clery, συνεταιίρος στη KPMG υπολογίζει ότι αμέσως μετά την δημιουργία των REITS στην Ιρλανδία υπάρχουν €1,5δισ. – €2 δισ. διαθέσιμα για επένδυση στα εν λόγω ταμεία. (Buckley D.,)

Με την εισαγωγή της νομοθεσίας για τα REITS στην Ιρλανδία ενώ όλοι πίστευαν ότι θα έπαιρνε πολύ χρόνο για να εισαχθούν τα πρώτα REITS, τρεις μήνες μετά ιδρύεται το πρώτο REIT (Green REIT) με πρόθεση την εγγραφή του στο Ιρλανδικό χρηματιστήριο. Μέσα στο καλοκαίρι αντλήθηκαν πέραν των €310εκ. και φυσικά θεωρήθηκε ως μεγάλη επιτυχία λαμβάνοντας υπόψη ότι αφορούσε επενδύσεις σε εμπορικά ακίνητα μιας χώρας που μόλις πέρασε από μια φοβερή κρίση. (Hunt M., 2013)

## 2.8 Τα REITs στην Ελλάδα

Ο παράγοντας των ακινήτων πάντοτε αποτελούσε κύριο πυλώνα ανάπτυξης και προόδου για την ελληνική αγορά και οικονομία. Ανέκαθεν οι Έλληνες είχαν βλέψεις στο να επενδύουν σε ακίνητη περιουσία και μέχρι σήμερα αυτό φάνηκε ότι ήταν πολύ θετικό. Αυτό βασίζεται στο γεγονός ότι τα ακίνητα έχουν σώσει τη συνολική περιουσία των Ελλήνων από τη μεγάλη και παρατεταμένη πτώση στο ελληνικό χρηματιστήριο που οδήγησε σε πτώση πέραν του 70% του γενικού επιπέδου των τιμών. Επιπροσθέτως, η όποια αύξηση στις τιμές των ακινήτων παραπέμπει σε γενική αύξηση της περιουσίας του Έλληνα ακόμα και αν άλλες επενδύσεις παρουσιάζουν κάθοδο.

Οι ΑΕΕΑΠ (Real Estate Investment Trusts - REIT's) είναι εταιρείες που επενδύουν σε εμπορικά και άλλου τύπου ακίνητα, έχοντας κατά κανόνα ειδικό φορολογικό καθεστώς. Όπως προαναφέρθηκε, ο θεσμός αυτός που αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ την δεκαετία του 1960 με στόχο να δώσει την δυνατότητα, κυρίως σε ιδιώτες επενδυτές, να επενδύσουν έμμεσα σε μεγάλου μεγέθους επενδυτικά ακίνητα που αποδίδουν εισόδημα το οποίο εισπράττεται με την μορφή μερίσματος.

Σύμφωνα με άρθρο του Κ. Μαρκάζου 2013 «οι ΑΕΕΑΠ είναι ιδιόμορφες εταιρείες που συνδυάζουν τρία επενδυτικά χαρακτηριστικά:

**(α)** ακίνητα, με την μακροχρόνια συμπεριφορά τους να καθορίζεται από τον κλάδο

**(β)** μετοχές, καθώς στις περισσότερες χώρες υπάρχει υποχρέωση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

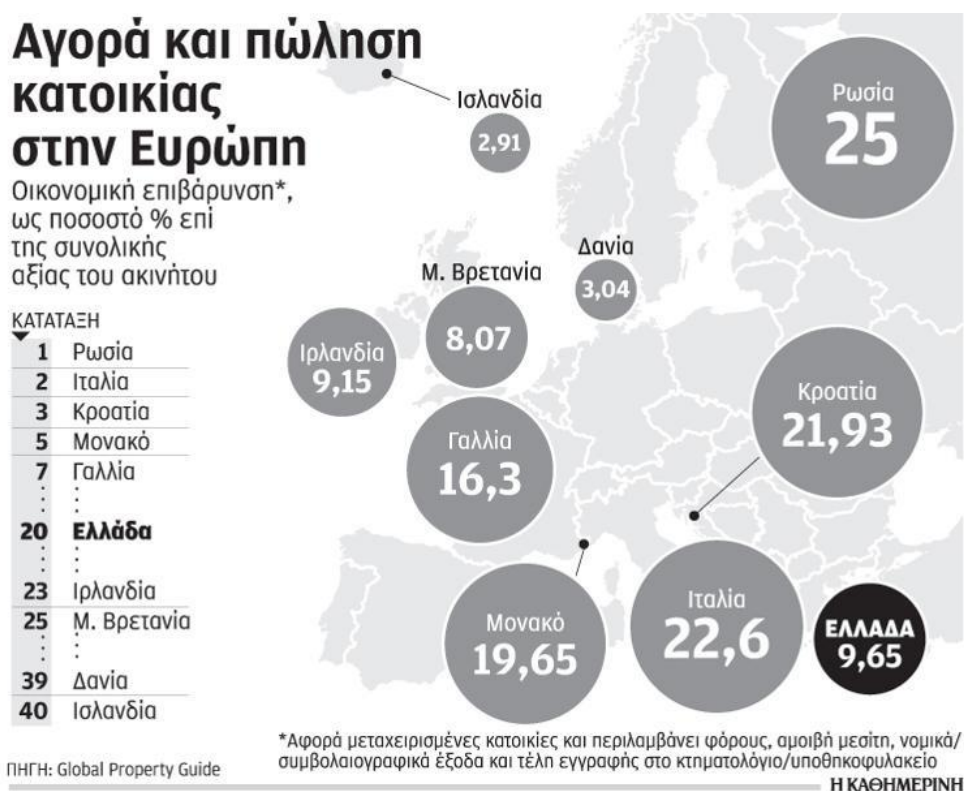
**(γ)** ομόλογα, καθώς οι κάτοχοι απολαμβάνουν σταθερές μερισματικές αποδόσεις.»

Επειδή οι ΑΕΕΑΠ συνδυάζουν πολλαπλά χαρακτηριστικά, συχνά διαφέρουν οι απόψεις σχετικά με το νομοθετικό πλαίσιο ή την στρατηγική των εταιρειών, ανάλογα με την οπτική γωνία από την οποία εξετάζονται.

Οι ΑΕΕΑΠ είναι εποπτευόμενες εταιρείες από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία είναι αρμόδια για την εφαρμογή του νόμου και των κατ' εξουσιοδότηση αυτού εκδιδόμενων κανονιστικών αποφάσεων λειτουργίας τους.

Συγκεκριμένα ο Κ. Μαρκάζος 2013 αναφέρει για το θεσμικό πλαίσιο και τα προβλήματα που μπορούν να δημιουργηθούν στην Ελληνική αγορά τα εξής :«Στο πλαίσιο της εποπτείας που ασκεί, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να διενεργεί διάφορους ελέγχους. Δύναται, επίσης, να αναθέτει σε νόμιμους ελεγκτές τη διενέργεια εκτάκτων ελέγχων. Εφαρμόζοντας ταυτόχρονα τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, μαζί με άλλους κανονισμούς (ενδεικτικά: υποχρεωτική ασφάλιση ακινήτων, εξαμηνιαίες αποτιμήσεις από ανεξάρτητους εκτιμητές και ελεγκτές, εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης), οι ΑΕΕΑΠ αποτελούν το ιδανικό όχημα για επενδύσεις στην

ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα. Όμως η ανάπτυξη των ΑΕΕΑΠ 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 εις βάρος των εκμισθωτών, νομοθετικές ρυθμίσεις που δεν έχουν προηγούμενο σε προηγμένη (ή και υποανάπτυκτη) χώρα όπως η «ρύθμιση Κατσέλη» που ακύρωσε αναδρομικά τις ιδιωτικές συμφωνίες για παραίτηση των μισθωτικών δικαιωμάτων ανατρέποντας κάθε λογικό χρονικό ορίζοντα για επένδυση σε real estate, η φορολογική αστάθεια και οι αιφνιδιαστικές φοροεπιδρομές κατά των ακινήτων, οι επιβαρύνσεις κατά τη μεταβίβαση ή τη δανειοδότηση ακινήτων για να σιτίζονται παρασιτικά προστατευόμενα επαγγέλματα.» (Μαρκάζος, Κ 2013) Γενικότερα η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα διαφέρει από τις αγορές των χωρών που είναι πιο ανεπτυγμένες. Και αυτό έχει να κάνει όπως προαναφέραμε με το ελλιπές νομοθετικό πλαίσιο, την ελλιπή χωροταξική και το μη ολοκληρωμένο κτηματολόγιο.



Οι βασικές ανταγωνίστριες Ανώνυμες ΕΕΑΠ που έχουν έως σήμερα αναπτυχθεί στην Ελλάδα είναι η Trastor ΑΕΕΑΠ (πρώην Πειραιώς), η MIG Real Estate, η Εθνική Παναγία, η Eurobank Properties Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και η ΟΤΕ properties ΑΕΕΑΠ.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να καταλήξουμε ότι οι δημόσιοι και ιδιωτικοί τομείς διαπλάθουν την ελληνική αγορά ακινήτων η οποία ακόμα αναπτύσσεται και δεν μπορεί να θεωρηθεί ακόμα ολοκληρωμένη αφού δεν περιλαμβάνει τα χαρακτηριστικά μιας ελεύθερης και ανεπτυγμένης αγοράς ακινήτων. Παρά το γεγονός ότι η Ελλάδα κατέχει μια από τις χαμηλότερες θέσεις σχετικά με το κόστος αγοραπωλησίας μεταχειρισμένων ακινήτων το ασταθές φορολογικό καθεστώς και η απουσία κτηματολογίου εμποδίζουν την ώθηση που τα REITS θα μπορούσαν να δώσουν στην Ελληνική κτηματαγορά, με αποτέλεσμα τη σημερινή κατάσταση πλήρους στασιμότητας του τομέα.

## 2.9 Τα REITs στην Ισπανία

Μετά από χρόνια αναμονής, τα Ισπανικά REIT εισάγονται τον Οκτώβρη 2009. Η κρίση στο τομέα των ακινήτων στην Ισπανία σε συνδυασμό με ένα μη ελκυστικό φορολογικό καθεστώς (19% εταιρική φορολογία) οδήγησαν στη πλήρη αποτυχία του θεσμού αφού μέχρι το 2012 ούτε ένα REIT δεν εγγράφει.

Τον Δεκέμβρη 2012 η Ισπανική κυβέρνηση καταργεί τη φορολογία στα REIT, αντιγράφοντας γειτονικές χώρες. Ως αποτέλεσμα της αλλαγής αυτής άρχισε η εγγραφή REIT στην Ισπανία και μέσω τους άρχισαν και ξένοι επενδυτές να επενδύουν στο τομέα των ακινήτων στην Ισπανία. (Maria Alonso 4 MAR 2015, DLA Piper publications)

## 2.10 Τα REITs στην Ασία

Πολλές χώρες στην Ασία προσπαθούν να παρουσιάσουν, να αναπτύξουν και να δώσουν ώθηση στα REITs και να αναπτυχθεί ο τομέας τους. Από την άλλη όμως κάποιες κυβερνήσεις έχουν το φόβο ότι θα υπάρχει μια μείωση στον εισερχόμενο φόρο. Οι έρευνες έχουν δείξει ότι τα



REITs έχουν ως αποτέλεσμα τα υψηλά φορολογικά έσοδα. Αυτό είχε ως επακόλουθο την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και την αύξηση και τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, επακόλουθα που υπερτερούν οποιοδήποτε αποτέλεσμα στο φόρο και στις παραχωρήσεις του. Η αγορά των REITs στην Ασία αναμένεται να προοδεύσει αρκετά και να έχει μια ανοδική και υγιή πορεία με τις χώρες Σιγκαπούρη, Χονγκ Κόνγκ και Ιαπωνία να φαίνονται να είναι οι πιο παραγωγικές αγορές για τους επενδυτές. (Atchison&S Yeung, 2014)

Σύμφωνα με την έρευνα Ooi, Newel & Sing (2006) η αγορά των REITs στην Ασία έχει αρχίσει να ανθίζει τα τελευταία χρόνια. Η Ιαπωνία ξεκίνησε αυτόν το δρόμο με την προώθηση των δύο JREITs το Σεπτέμβριο του 2001. Ακολούθησε η Σιγκαπούρη η οποία προώθησε το πρώτο SREIT τον Ιούλιο του 2002. Μέχρι τον Ιούνιο του 2005 ακολούθησαν 17 REITs τα οποία μπήκαν στη λίστα του Tokyo Stock Exchange και 5 SREITs στη λίστα της Σιγκαπούρης. Και οι δύο αγορές και των δύο αυτών χωρών τα πήγαν πολύ καλά με κεφαλαιοποίηση της αγοράς γύρω στα 19.9 δισεκατομμύρια δολάρια και 5.2 δισεκατομμύρια δολάρια αντίστοιχα από τον Ιούλιο του 2005.

### 2.11 Τα REITs στη Σιγκαπούρη

Στη Σιγκαπούρη οι οδηγίες για την εδραιοποίηση των REITs προήλθαν στην αρχή από τις νομισματικές αρχές της Σιγκαπούρης (Monetary Authority of Singapore MAS) που είναι η de facto κεντρική τράπεζα από τον Μάιο 1999. Τον Μάιο του 2005 υπήρχαν 5 SREITs (Singapore REITs) με τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς να ανέρχεται στα 5.17 δισεκατομμύρια δολάρια. Ο κύριος διαχειριστής των REITs στη Σιγκαπούρη είναι το Capital Land Financial Limited με δυο διαχειριστές των SREITs που έχουν τις ονομασίες CapitaMall Trust και Capita Commercial Trust, με συνδυασμένη συνολική κεφαλαιοποίηση αγοράς στα 2,418 δισεκατομμύρια δολάρια.

Πολύ σημαντική η άνοδος των REITs έγινε και στο Χόνγκ Κόνγκ με δύο πολύ σημαντικούς διαχειριστές, που ονομάζονται Fortune REIT και Suntec REIT. Το Fortune REIT, ενώ παρατίθεται στη Σιγκαπούρη είναι η πρώτη χώρα στην Ασία της οποίας το πορτφόλιο των επενδύσεων περιλαμβάνει ιδιότητες λιανικής στο Χόνγκ Κόνγκ. Με βάση την μελέτη των Ooi, Newel & Sing (2006) οι αρχές στη Σιγκαπούρη πίστευαν ότι τα REITs θα βοηθήσουν την

πρόοδο της κεφαλαιαγοράς της Σιγκαπούρης και θα αναπτύξουν τις τοπικές επιχειρήσεις καθώς επίσης θα βοηθήσουν και την ανάπτυξη της οικονομίας των γύρω περιοχών.

Η Σιγκαπούρη ήταν τόσο ανεπτυγμένη στον τομέα των REITs που άξια πήρε τον τίτλο Νοούμερο ένα REITs χώρα για τη χρονιά 2007. Εξαιτίας της εξαιρετικής επίδοσης των REITs , εφόσον υπήρξε και αξιόλογη ανάπτυξη και συνολικές αποδόσεις. Το 2007 η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς των REITs έφτασε τα 22 εκατομμύρια. Επίσης ο αριθμός των REITs στην Σιγκαπούρη αυξήθηκε και μέχρι τον Ιούνιο του 2007 ανήλθε στα 16. Το 2007 σημαντικό και καταλυτικό ρόλο έπαιξε και η Νομισματική Αρχή της Σιγκαπούρης, η οποία υποστήριξε τα REITs και αύξησε έτσι τη ανταγωνιστικότητά τους. Αυτοί οι οποίοι είχαν μετοχές σε ακίνητη περιουσία, κερδίζουν 5 χρόνια εξαίρεση καθυκόντων όταν αγοράζουν ιδιοκτησία στη Σιγκαπούρη και μείωση 10% του φόρου που παρακρατείται όταν αφορά πληρωμές σε ομότιμους τους άλλων χωρών και σε θεσμικούς επενδυτές κατά τον ίδιο χρόνο. Το Χόνγκ Κόνγκ αποτελούσε τον κύριο αντίπαλο της Σιγκαπούρης και η ώθηση να γίνει η Σιγκαπούρη διασυνοριακό κέντρο εταιρειών επένδυσης σε ακίνητη περιουσία της έδωσε ένα ακόμα πλεονέκτημα.

## 2.12 Τα REITs στο Χόνγκ Κόνγκ

Το Χόνγκ Κόνγκ και η Ταιβάν είχαν εκδώσει τις κατευθυντήριες γραμμές τους για τα REITs τον Ιούλιο του 2003. Οι πρωτότυπες κατευθυντήριες γραμμές και οι οδηγίες για τα REITs στο Χόνγκ Κόνγκ, είχαν διάφορα μειονεκτήματα. Τα REITs στο Χόνγκ Κόνγκ δεν θα λάμβαναν φορολογική διαφάνεια και θα επιτρεπόταν να είχαν τα δικά τους περιουσιακά στοιχεία (assets) έξω από το δικό τους έδαφος. Αυτοί οι περιορισμοί είχαν δεχτεί μια πολυποίκιλη κριτική.

Με βάση την έρευνα των Οοί, Newel & Sing (2006), το Δεκέμβριο του 2004 το Χόνγκ Κόνγκ προσπάθησε να προωθήσει το πρώτο REIT μέσω του Link REIT. Οι αρχές της στέγασης στο Χόνγκ Κόνγκ προσπάθησαν να τιλοποιήσουν κάποια από τα εμπορικά κέντρα και τους χώρους στάθμευσης των αυτοκινήτων μέσω αυτού του μέσου REIT. Ωστόσο η καταχώρηση έπρεπε να αποσυρθεί εξαιτίας μιας νομικής πρόκλησης που έγινε για μια δημόσια στέγαση. Η αποτυχία αυτού εκπροσώπησε και την προσωρινή παύση για την ανάπτυξη των REITs στο Χόνγκ Κόνγκ.

Ακολούθως, το Νοέμβριο του 2005, η εταιρία Link REITs προώθησε με επιτυχία την αγορά των REITs και δέχτηκε μεγάλο αριθμό εγγραφών. Δύο ακόμα REITs στο Χόνγκ Κόνγκ, προωθήθηκαν με μεγάλη επιτυχία τον Δεκέμβριο του 2005, με την ονομασία Prosperity REIT ΚΑΙ G21 China REIT.

### 2.13 Τα REITs στην Αυστραλία

Η Αυστραλία εδώ και 30 χρόνια έχει αναπτύξει πολύ τον τομέα των REITs και συνεχίζει μέχρι και σήμερα δυναμικά. Οι εργαζόμενοι οφείλουν να πληρώνουν το 9% των ημερομισθίων τους και έτσι υποστηρίζεται και αναπτύσσεται δυναμικά η αγορά ιδιοκτησίας στην Αυστραλία. Σύμφωνα με το European Public Real Estate Association, αποτελεί τη δεύτερη μεγαλύτερη αγορά REITs μετά της ΗΠΑ. Τα AREITs (Australian REITs), συνεχίζουν να αναπτύσσονται με μεγαλύτερη πρόοδο και πυροδοτούν την ανάπτυξη αφού επενδύουν και εκτός συνόρων όπως για παράδειγμα στην Ιαπωνία.

Στο τέλος του 1990 και στις αρχές του 2000, το μέσο REIT της Αυστραλίας ήταν προσαρμοσμένο στο 15% με 20%. Το μέτρο αυτό άρχισε να αυξάνει αρκετά όταν ίσχυσαν τα χαμηλά επιτόκια και επιπλέον εφαρμόστηκαν πιο ορθά τα μέσα για τα δάνεια. Το 2007 για παράδειγμα η προσαρμογή για το μέσο AREIT ήταν 43,93%, ποσοστό το οποίο είχε σημειώσει άνοδο από την προηγούμενη χρονιά που ήταν στο ποσοστό των 34,09%. Τα ξένα REITs έχουν επίπεδα προσαρμογής που ξεπερνούν το επίπεδο του 50% στις περισσότερες περιπτώσεις. Σε αντίθετη περίπτωση τα μέσα AREITs της εγχώριας ιδιοκτησίας κυμαίνονται σε επίπεδα κάτω του μέσου που είναι στο 44%.

Τον Ιούλιο του 2012 ο τομέας της δημόσιας ακίνητης περιουσίας αποτελεί διεθνή κεφαλαιοποίηση της αγοράς περίπου 72 δισεκατομμύρια, υπολογισμός για το 9,36% της διεθνούς αγοράς των REITs. Οι τωρινές 5 εταιρείες που υπάρχουν στην Αυστραλία είναι το Westfield Group με κεφαλαιοποίηση της αγοράς €19 δισεκατομμύρια, το Westfield Retail με κεφαλαιοποίηση της αγοράς €7.8 δισεκατομμύρια, το Stockland με κεφαλαιοποίηση της αγοράς €6.3 δισεκατομμύρια, το GPT Group με κεφαλαιοποίηση της αγοράς €5.2 δισεκατομμύρια και το Goodman Group με κεφαλαιοποίηση της αγοράς €5.1 δισεκατομμύρια.

## 3. Κεφάλαιο: Εμπειρίες καλής πρακτικής από ξένα REITs

### 3.1 Νέο και ανανεωμένο νομικό σύστημα

Παρατηρώντας τα REITs της Σιγκαπούρης αλλά και του Χόνγκ Κόνγκ και της Αυστραλίας τα οποία έχουν υποστεί ορθή ανάπτυξη και πρόοδο, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι ένα ανανεωμένο και νέο νομικό σύστημα είναι πολύ σημαντικό για τη ρύθμιση της ανάπτυξης και της προοδευτικής πορείας των REITs. (Luo Yunjun 2009) Στη Σιγκαπούρη και στο Χόνγκ Κόνγκ έχουν αναβαθμιστεί οι νομικοί κώδικες «Κώδικας και κατευθυντήριες γραμμές των επενδύσεων σε ακίνητα» (“Code on Real Estate Investment Guidelines”) και «Κώδικας για τα κεφάλαια ακινήτων στη Σιγκαπούρη» (“Guidelines for Property Funds in Singapore”) Αυτοί οι κώδικες που άλλαξαν νομικά ήταν πολύ σημαντικοί για την ανάπτυξη των REITs. Και οι δύο έχουν τροποποιηθεί αρκετές φορές στο χρόνο για να εναρμονίζονται με τις ανάγκες της αγοράς ανά χρονική περίοδο.

### 3.2 Ευνοϊκή Φορολογική Απαλλαγή

Τα REITs είναι εργαλεία για παθητική επένδυση μέσω των οποίων προσφέρονται φορολογικά πλεονεκτήματα. Τα περισσότερα REITs όπως είναι αυτά των ΗΠΑ και της Σιγκαπούρης, έχουν συγκεκριμένες απαλλαγές από φόρους για επενδύσεις σε ακίνητα. Πιο συγκεκριμένα, στη Σιγκαπούρη έχει εφαρμοστεί επιπλέον περιορισμένος φόρος για αλλοδαπούς επενδυτές. Τα REIT στο Χόνγκ Κόνγκ έχουν κάνει μια εξαίρεση και χρεώνουν, όχι μόνο το 17,5% φόρο επί των κερδών, αλλά ακόμα χρεώνουν και τα χαρτόσημα και φόρο περιουσίας. Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι η αγορά του Χόνγκ Κόνγκ είναι λιγότερο ελκυστική για επενδυτές και ότι αυτοί προτιμούν την αγορά της Σιγκαπούρης. Ωστόσο οι Robert D. Campbell και C.F. Sirmans (2002) αναφέρουν ότι όσο παραπάνω γίνεται εξαίρεση στο φόρο των REITs, τόσο πιο δύσκολο είναι για τις επιχειρήσεις ακινήτων να ανταγωνιστούν με τα REITs.

### 3.3 Θέσπιση αυστηρών απαιτήσεων

Με βάση την έρευνα του Yunjui 2009, είτε στα REITs των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, είτε στα Ασιατικά REITs, έχουν θεσπιστεί απαιτήσεις και κριτήρια τα οποία είναι ιδιαίτερα αυστηρά. Τα κριτήρια εισδοχής καλύπτουν σχεδόν όλες τις διαστάσεις ενός εγκεκριμένου REIT το οποίο διαφέρει σε δομή REITs, σε πλεονεκτήματα που αφορούν το φόρο, σε καθήκοντα και ευθύνες των επιμελητών, σε υποχρεώσεις αλλά και δικαιώματα της εταιρίας διαχείρισης, σε μείωση του εισοδήματος και διανομή του μερίσματος και σε εταιρικές διακυβερνήσεις κ.α.

### 3.4 Ομάδα διαχείρισης

Το κύριο σημείο και το πιο σημαντικό των REITs είναι η ομάδα που διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία. Παρατηρώντας τις χώρες που ευδοκίμησαν τα REITs με μεγάλη επιτυχία όπως για παράδειγμα η Σιγκαπούρη, η Ιαπωνία και το Χόνγκ Κόνγκ, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι σε αυτές τις χώρες οι εταιρίες είναι υποχρεωμένες να προσλάβουν ειδικό και ανεξάρτητο προσωπικό που να απαρτίζει την ομάδα διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων. Ειδικά σε αυτές τις χώρες έχουν τεθεί λεπτομερή και αυστηρά κριτήρια και υποχρεώσεις για αυτές τις ομάδες. Μόνο αυτές οι άρτια επιστημονικά καταρτισμένες και έμπειρες ομάδες μπορούν να διευθύνουν και να λειτουργούν τα κεφάλαια των REITs. Πιο συγκεκριμένα στο Χόνγκ Κόνγκ έχει θεσπιστεί κανονισμός που αναφέρει ότι μόνο μια ειδική εταιρία με επιστημονικά προσοντούχα μέλη μπορεί να έχει άδεια και τα μέλη της να έχουν τουλάχιστον πενταετή εμπειρία στη διαχείριση των δημόσιων πόρων. (FRESHFIELD Bruckhaus Deringer 2003)

## 4. Κεφάλαιο: Μεθοδολογία

### 4.1 Η φύση της έρευνας

Σκοπός της έρευνας ήταν η εφαρμοσιμότητα και οι προοπτικές ανάπτυξης των REITs στην Κύπρο και πως θα βοηθήσουν την εγχώρια κτηματαγορά αντλώντας εμπειρίες από την διεθνή αγορά ακινήτων καθώς επίσης και διερεύνηση της επίδρασης που θα έχει η εισαγωγή των REITs στη Κύπρο.

## 4.2 Ερευνητική διαδικασία και προσδιορισμός του προβλήματος.

Η ερευνητική διαδικασία της συγκεκριμένης διπλωματικής περιέλαβε τις επιπτώσεις που θα έχει στη Κυπριακή Αγορά ακινήτων η εισαγωγή της νομοθεσίας των REITS. Η ερευνητική διαδικασία και ο καθορισμός του προβλήματος, αποτελούν τη βάση της έρευνάς μας και βάση αυτών προσδιορίστηκαν οι απαραίτητες προς συλλογή πληροφορίες (δευτερογενή έρευνα), ώστε να επιτευχθεί η ανάλυση.

## 4.3 Διαδικασία διεξαγωγής της έρευνας

Η παρούσα έρευνα θα βασισθεί στα ακόλουθα στάδια σύμφωνα με τον Καζάζη Ν. (2006)

## 4.4 Σκοπός της έρευνας

Η έρευνα που πραγματοποιήθηκε για τις ανάγκες της εργασίας επιβεβαίωσε την παρούσα κατάσταση στασιμότητας και έλλειψη ρευστότητας στην κυπριακή κτηματαγορά. Μέσω της ανάλυσης μας διαφώτισε για το τρόπο που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν τα REITS στην Κύπρο και τις επιπτώσεις από μια τέτοια εξέλιξη.

## 4.5 Προσδιορισμός του είδους της έρευνας

Εκτός από το ποιες και πόσες πληροφορίες χρειαζόμαστε σε αυτό το στάδιο, προσδιορίσαμε και σε ποια μορφή ώστε κατάλληλα μετασχηματισμένες σε στοιχεία να μπορούν να τύχουν της απαραίτητης επεξεργασίας για να δώσουν τελικά πλήρες απαντήσεις στα ερωτήματα που έχουν τεθεί (Τηλικίδου Ε., 2004).

## 4.6 Επιλογή των μεθόδων συλλογής των στοιχείων

Έχουμε αποφασίσει να χρησιμοποιήσουμε τη συγκριτική μέθοδο για σκοπούς της έρευνας μας χρησιμοποιώντας ήδη δημοσιευμένα. Η δευτερογενής ερευνά είναι απαραίτητη για να μπορέσουμε να προσεγγίσουμε το θεωρητικό κομμάτι της εισαγωγής των REITS στη Κύπρο.

Ως δευτερογενή στοιχεία ορίζονται όλες εκείνες οι πληροφορίες που σχετίζονται με το θέμα της έρευνας και είναι διαθέσιμες τη χρονική στιγμή της έναρξης της έρευνας. (Τηλικίδου Ε., 2004), και να μην προχωρήσουμε σε πρωτογενή έρευνα. Στη περίπτωση μας, οποιαδήποτε πρωτογενή έρευνα θα αποτελείτο από αριθμό προσωπικών συνεντεύξεων από ειδικούς του τομέα στη Κύπρο. Μια αρχική δοκιμή για τέτοιου είδους συλλογή στοιχείων αποδείχτηκε άνευ περιεχομένου αφού οι ερωτηθέντες είτε δεν γνώριζαν καθόλου για τα REITs ή και αυτοί που γνώριζαν βάσιζαν τις απαντήσεις τους στο τι έχει συμβεί σε άλλες χώρες. Επομένως η μόνη ορθή μέθοδος αποδείχτηκε η συγκριτική όπου θα συγκρίνουμε τη πορεία και επιπτώσεις των REITs σε άλλες χώρες με το πώς αναμένεται να επηρεάσουν τη Κυπριακή κτηματαγορά.

#### 4.7 Συγκέντρωση στοιχείων

Ένας χρυσός κανόνας είναι ότι η «έρευνα είναι παρόμοια με την χειρουργική επέμβαση-χρησιμοποιείτε μόνο όταν όλες οι άλλες εναλλακτικές λύσεις δεν έχουν αποδώσει.» (Ferber R., Verdoorn P.J., 1962) Στη δική μας περίπτωση η δευτερογενής έρευνα κρίθηκε ότι αρκεί για την διεξοδικότητα της έρευνάς μας.

#### 4.8 Δευτερογενή δεδομένα

Τα βασικότερα πλεονεκτήματα που μας πρόσφερε αυτή η έρευνα ήταν το χαμηλό κόστος και το σύντομο χρονικό διάστημα που απαιτήθηκε για την συλλογή τους.

Για τις ανάγκες της δική μας έρευνας χρησιμοποιήσαμε τις εξωτερικές πηγές. Τα δευτερογενή αυτά στοιχεία είχαν να κάνουν κατά βάση με την σχετική βιβλιογραφία και αρθρογραφία. Κάποια από τα βασικά μειονεκτήματα που πιθανόν να παρουσιάζουν αυτού του είδους οι έρευνες αναφέρονται πιο κάτω:

Ένα βασικό μειονέκτημα είναι η ακρίβεια των δεδομένων. Στη δική μας περίπτωση δεν μας απασχόλησε ιδιαίτερα αυτό το θέμα αφού οι πληροφορίες που συλλέξαμε ήταν κατά βάση θεωρητικές και τα περιθώρια λάθους αμελητέα.

Ένας άλλος προβληματισμός που είχαμε πριν ξεκινήσουμε την έρευνα, ήταν η διαθεσιμότητα των στοιχείων αυτών αφού τα REITs στην Ευρώπη βρίσκονται ακόμη σε νηπιακή μορφή.

## 4.9 Μέθοδοι συγκέντρωσης δευτερογενών δεδομένων.

Για την συλλογή των δεδομένων σε αυτή την ερευνά ο ερευνητής καταρτίζει ένα κατάλογο με τα απαραίτητα στοιχεία αλλά και τις πηγές που θα τα αποκτήσει. Βασικό μειονέκτημα μπορεί να είναι η χρονοβόρα διαδικασία της κατάρτισης του καταλόγου αλλά το αποτέλεσμα θα δώσει επίκαιρα “φρέσκα” στοιχεία. Επίσης χρησιμοποιείται και η προληπτική μέθοδος. Από προηγούμενες μελέτες πάνω στα REITS υπάρχουν ήδη κάποιες πληροφορίες που θα χρησιμοποιηθούν για τις ανάγκες αυτής της ερευνάς. Όσον αφορά τώρα τις κατηγορίες των δεδομένων, η έρευνα θα κινηθεί σε παλαιότερες μελέτες και έρευνες, βιβλιογραφία, ορθογραφία, και στατιστικά στοιχεία.

## 5. Κεφάλαιο: Ανάλυση και Κύρια Αποτελέσματα

### 5.1 Αγορά Ακινήτων στην Κύπρο

Ανέκαθεν η επένδυση στα ακίνητα αποτελούσε την βασικής επένδυση των κυπρίων λόγω έλλειψης οποιασδήποτε άλλης σημαντικής οργανωμένης μορφής αγοράς επενδύσεων. Για παράδειγμα το Κυπριακό χρηματιστήριο ξεκίνησε επίσημα το 1996 και εξακολουθεί να βρίσκεται σε νηπιακή μορφή χωρίς ρευστότητα. Η αγορά ομολόγων στην Κύπρο είναι σχεδόν ανύπαρκτη και άγνωστη στους ιδιώτες επενδυτές. Τα γεγονότα του 1999 στο Κυπριακό Χρηματιστήριο αλλά και του 2013 σε σχέση με Τραπεζικά ομόλογα και τραπεζικές καταθέσεις έχουν ενδυναμώσει την πεποίθηση των Κυπρίων ότι η μόνη ασφαλισμένη μορφή επένδυσης είναι στην αγορά ακινήτων.

Μέσω των REITs θα δοθεί η δυνατότητα σε μεγάλους αριθμούς Κυπρίων να επενδύσουν στην αγορά ακινήτων που υπό άλλες συνθήκες δεν θα ήταν εφικτό να γίνει αφού το κόστος άμεσης επένδυσης είναι πολύ ψηλό σε σχέση με το μέσο πορτοφόλι του Κυπρίου. Επιπρόσθετα, η διαχείριση των εν λόγω χαρτοφυλακίων θα γίνεται από επαγγελματίες και η όλη διαχείριση θα υπόκειται σε αυστηρούς κανόνες διαφάνειας και χρηστής διοίκησης.



Η τραπεζική κρίση του 2013 επισφράγισε την πεποίθηση των Κυπρίων ότι η μοναδική ασφαλής μορφή επένδυσης είναι η επένδυση στην ακίνητη ιδιοκτησία. Υπάρχει η προοπτική, με την εισαγωγή των REITs, για χιλιάδες μικροκαταθέτες να επενδύσουν στα ακίνητα τόσο για σκοπούς ασφάλειας αλλά επίσης για σκοπούς απόδοσης έχοντας υπόψη τις σημαντικές μειώσεις στα καταθετικά επιτόκια.

## 5.2 Χαρακτηριστικά που πρέπει να έχουν τα REITs στην Κύπρο

Το Κυπριακό κοινό χαρακτηρίζεται αυτή τη στιγμή από τη πλήρη έλλειψη εμπιστοσύνης προς τους παραδοσιακούς θεσμούς που έχουν σχέση με τους διάφορους επενδυτικούς τομείς όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η Κεντρική Τράπεζα και η Γενική Εισαγγελία. Παρόμοια έλλειψη εμπιστοσύνης παρατηρείται και από τους ξένους πιθανούς επενδυτές ιδίως μετά τη καταλήστευση των χρημάτων των ξένων καταθετών στη Λαϊκή Τράπεζα και Τράπεζα Κύπρου το 2013.

Για να μπορεί να εξευρεθεί τρόπος επανάκτησης κάποιας μορφής εμπιστοσύνης θα πρέπει η νέα νομοθεσία που θα διέπει τα REITs να είναι πανομοιότυπη με αυτή άλλων προηγμένων χωρών και να μην υπάρχουν οποιεσδήποτε διαφοροποιήσεις που μπορεί να αφήνουν ερωτηματικά στις σκέψεις των υποψηφίων επενδυτών στη Κυπριακή κτηματαγορά. Ο παράγοντας αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός στη περίπτωση των ξένων επενδυτών που θα θέλουν να λειτουργήσουν σε ένα γνώριμο θεσμικό και νομοθετικό περιβάλλον και όχι σε ένα καινούργιο πλαίσιο που μπορεί να κρύβει παγίδες ή σκοπιμότητες. Όπως ξεκάθαρα μας έχει δείξει η εμπειρία της Ισπανίας οι οποιεσδήποτε διαφοροποιήσεις, ιδιαίτερα σε ότι αφορά το φορολογικό καθεστώς, μπορεί να οδηγήσουν την εισαγωγή των REITs σε πλήρη αποτυχία.

Επίσης, η εμπειρία της Ελλάδας μας έχει δείξει ότι σε περίπτωση που το γενικότερο νομικό πλαίσιο που διέπει το τομέα των ακινήτων θεωρείται ανεπαρκές, η εισαγωγή των REITs είναι σχεδόν ακατόρθωτη. Ακόμα και αν τα φορολογικά κίνητρα είναι εκεί, η έλλειψη ενός αποτελεσματικού Κτηματολογίου αποτελεί εστία φόβου ιδιαίτερα για τους ξένους επενδυτές.

Η απουσία Κτηματολογίου στην Ελλάδα ως αρνητικός παράγοντας μπορεί να παρομοιαστεί με τη καθυστέρηση που παρατηρείται στη Κύπρο για έκδοση τελικών τίτλων ιδιοκτησίας. Ήδη η

Κύπρος συζητείται διεθνώς για τις απίστευτα χρονοβόρες διαδικασίες έκδοσης τίτλων ιδιοκτησίας και παρά τις υποσχέσεις των εκάστοτε κυβερνήσεων, καμιά πρόοδος δεν έχει παρατηρηθεί. Είναι ενδεικτικό το άρθρο στο Cyprus Property News ότι ακόμα και η Τρόικα έχει απειλήσει τη κυβέρνηση ότι η συνέχιση των καθυστερήσεων στην έκδοση τίτλων σε αγοραστής ακινήτων μπορεί να αποτελέσει λόγο για μπλοκάρισμα των νέων χρηματοδοτήσεων του Κυπριακού κράτους στα πλαίσια του μνημονίου. (Howarth 2015)

### 5.3 Αναμενόμενη επίδραση REITs στην Κυπριακή αγορά ακινήτων

Η αναμενόμενη επίδραση των REITs στη Κυπριακή Κτηματαγορά μπορεί να αναλυθεί στις πιο κάτω ενότητες:

- **Δημιουργία ρευστότητας**

Η εμπειρία στις χώρες όπου ο θεσμός έχει εισαχθεί με επιτυχία απέδειξε ότι βοηθά στην αύξηση της ρευστότητας.(Βλέπε Ιρλανδία, Ισπανία που έχουν περάσει παρόμοιες κρίσεις με αυτή της Κύπρου) Ο όρος ρευστότητας δεν αναφέρεται μόνο στην αύξηση του όγκου αγορών αλλά επίσης και του αριθμού συναλλαγών. Η έλλειψη των REITs σημαίνει ότι οι πιθανοί αγοραστής ακινήτων μπορεί να αποτρέπονται από τέτοια επένδυση λόγω της έλλειψης μια δευτεροβάθμιας αγοράς η οποία να τους παρέχει την ευχέρεια για έξοδο όταν αυτοί το επιθυμούν. Επίσης, η έλλειψη αυτή εμποδίζει επενδυτές με μικρά πορτοφόλια από του να μπορούν να λάβουν μέρος στη συγκεκριμένη αγορά.

- **Σταθεροποίηση των τιμών των ακινήτων**

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η αγορά των ακινήτων τόσο στη Κύπρο όσο και στο εξωτερικό ακολούθησε μια πορεία φούσκας τα τελευταία χρόνια και ότι με την είσοδο της οικονομίας σε ύφεση ο τομέας κινήθηκε με κατεύθυνση τα φυσιολογικά του επίπεδα. Μέχρι όμως να υπάρξει σταθεροποίηση οι τιμές των ακινήτων πιθανό να παρουσιάσουν μεγάλες διακυμάνσεις οι οποίες αποτελούν κόκκινο πανί για ξένα επενδυτικά ταμεία αλλά και για ντόπιους επενδυτές. Επιπρόσθετα συντηρείται το κλίμα αβεβαιότητας για την Οικονομία και το τραπεζικό τομέα. Η εισαγωγή των REITs και η αύξηση της ρευστότητας αναμένεται να οδηγήσει των τομέα των ακινήτων γρηγορότερα στα

φυσιολογικά του επίπεδα και επομένως να επέλθει σταθεροποίηση η οποία θα βοηθήσει τόσο τον εν λόγω τομέα όσο και την οικονομία του τόπου ευρύτερα.

- **Επίλυση του προβλήματος με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια**

Τα REITs θα μπορούσαν να αγοράσουν πακέτα ενυπόθηκων δανείων με αποτέλεσμα οι μέτοχοι τους να απολαμβάνουν ψηλές αποδόσεις. Σε αντίθεση με την πώληση σε άλλου τύπου ταμεία που σκοπός τους είναι η αγορά και η γρήγορη εκποίηση των ακινήτων, στην περίπτωση των REITs, η αγορά θα γίνεται με σκοπό την μακροπρόθεσμη διακράτηση των ακινήτων για σκοπούς σταθερού εισοδήματος από ενοίκια. Με αυτό τον τρόπο, οι τράπεζες θα αποφύγουν να πιέσουν περαιτέρω την αγορά ακινήτων που μεταξύ άλλων θα δημιουργήσει πρόβλημα και στις ίδιες τις τράπεζες αφού η πιο πάνω πίεση στις τιμές θα αυξήσει ακόμα περισσότερο τις προβλέψεις των τραπεζών και επομένως τη ανάγκη για νέες ανά-κεφαλαιοποιήσεις.

- **Μείωση ανεργίας και αύξηση του ΑΕΠ**

Επειδή υπάρχουν αρκετά ασυμπλήρωτα έργα ή έργα που έχουν εξασφαλίσει σχετικές άδειες αλλά αδυνατούν να προχωρήσουν λόγω έλλειψης χρηματοδότησης θα μπορούσαν να ολοκληρωθούν με αποτέλεσμα να βοηθηθεί η πραγματική οικονομία με την μείωση της ανεργίας και την αύξηση του ΑΕΠ. Αρκετά από τα έργα αυτά είναι μέρος των πακέτων μη εξυπηρετούμενων δανείων που αναφέρθηκαν πιο πάνω. Επομένως τα REITs θα βοηθήσουν όχι μόνο τη πραγματικά οικονομία αλλά θα βοηθηθούν και τα ίδια αφού οι εν λόγω αγορές θα γίνουν σε ελκυστικές τιμές.

## 6. Κεφάλαιο: Συμπεράσματα

### 6.1 Εισαγωγή

Η παρούσα μελέτη έχει καταπιαστεί με την εφαρμοσιμότητα των REITs στη Κύπρο και τις πιθανές επιπτώσεις από μια τέτοια εφαρμογή. Η έρευνα έχει ακολουθήσει την οδό της συγκριτικής μεθόδου αφού κρίθηκε ανώφελο η χρήση οποιασδήποτε πρωτογενούς μεθόδου.

## 6.2 Ευκολία εισαγωγής των REITs στη Κύπρο

Η Κυπριακή νομοθεσία βασίζεται κυρίως στο Αγγλοσαξονικό δίκαιο. Φυσικά η εξέλιξη του Κυπριακού νομικού πλαισίου δεν έχει ακολουθήσει τους ίδιους ρυθμούς με αυτούς στη Βρετανία και άλλες χώρες με παρόμοιο σύστημα. Για παράδειγμα στο τομέα λειτουργίας του Κτηματολογίου, Αρχών Πολεοδομίας και τοπικών Αρχών διοίκησης για σκοπούς έκδοσης τελικής άδειας οικοδομής και τίτλου ιδιοκτησίας η Κύπρος είναι πραγματικά ουραγός σε μια αξιοθρήνητη θέση. Χωρίς τη πλήρη εξυγίανση και επιτάχυνση των διαδικασιών η εισαγωγή των REITs θα αποτύχει όπως έχει αποτύχει και σε άλλες χώρες όπως η Ελλάδα για παρόμοιους λόγους.

## 6.3 Χρονική συγκυρία

Διεθνώς οι συνθήκες της αγοράς το 2014 ήταν πολύ ευνοϊκές για μετοχές σε εταιρείες ακινήτων όπως τα REITs. Η νέα προσφορά εμπορικών ακινήτων συνέχισε να είναι μειωμένη, η ζήτηση συνέχισε την ανοδική της πορεία και το κόστος κεφαλαίου ήταν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Τα REITs έχουν ένα πολύ καλό ιστορικό ψηλών αποδόσεων σε μακροπρόθεσμη βάση. Από την νέα εποχή των REITs τη δεκαετία του 1990 οι μετοχές τους ξεπέρασαν σε απόδοση μετοχές και ομόλογα άλλων τομέων. Βασικοί παράγοντες για την εξέλιξη αυτή είναι οι σταθερές ταμιακές εισροές, περιορισμένη προσφορά νέων εμπορικών ακινήτων και η μακροπρόθεσμη τάση των ακινήτων για άνοδο. Τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Ασία οι μετοχές εταιρειών ακινήτων διαπραγματεύονται κοντά ή ακόμα και χαμηλότερα από τη καθαρή τους λογιστική αξία. Επιπρόσθετα, το κόστος κεφαλαίου βρίσκεται αυτή τη στιγμή σε ένα από τα χαμηλότερα του σημεία. (Bohjalian T., 2015)

Από πλευράς χρονικής συγκυρίας ίσως αυτή να είναι η ιδανικότερη στιγμή για εισαγωγή των REITs στη Κύπρο για τους ακόλουθους λόγους:

- Χαμηλές τιμές ακινήτων.
- Ευκαιρίες αγοράς πακέτων υποθηκευμένων ακινήτων από τράπεζες.

- Πτώση καταθετικών και δανειοδοτικών επιτοκίων (σε σχέση με προηγούμενες περιόδους).
- Αλλαγή νομοθεσιών λόγω Τρόικας.
- Πλήρης απαξίωση του επενδυτικού κοινού για ανταγωνιστικές μορφές επένδυσης.
- Προοπτική λύσης του Κυπριακού με πιθανή ανάκαμψη του τομέα.

#### 6.4 Πιθανές επιπτώσεις από εισαγωγή των REITs

- Αύξηση των ξένων αλλά και ντόπιων επενδύσεων.
- Αύξηση στη ρευστότητα της αγοράς.
- Σταθεροποίηση των τιμών και περαιτέρω ωρίμανση της αγοράς ακινήτων.
- Θετικός επηρεασμός της πραγματικής οικονομίας.
- Μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

#### 6.5 Τελικό συμπέρασμα

Πέραν του νομοθετικού και θεσμικού πλαισίου, αριθμός άλλων παραγόντων επηρεάζουν την επιτυχία της εισαγωγής των REIT σε μια χώρα. Φαίνεται και από την εμπειρία σε χώρες όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία που πέρασαν παρόμοιες οικονομικές προκλήσεις όπως και η Κύπρος ότι η περίοδος της κρίσης αποτελεί σημαντική ευκαιρία για εισαγωγή του θεσμού των REIT για τους ακόλουθους λόγους:

- Οι τιμές των ακινήτων βρίσκονται στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων ετών. Επομένως τα REIT θα μπορέσουν να επενδύσουν σε ελκυστικές τιμές.
- Το κόστος κεφαλαίου έχει μειωθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα λόγω κυρίως της πτώσης των καταθετικών και δανειστικών επιτοκίων. Επομένως η επένδυση στο τομέα ακινήτων γίνεται πιο ελκυστική.
- Πλήρης απαξίωση του Χρηματιστηριακού θεσμού. Παραδοσιακά το Χρηματιστήριο Κύπρου υπήρχε λόγω κυρίως των μετοχών των τραπεζών. Μετά τη κατάρρευση των μεγαλύτερων τραπεζών του νησιού η επενδυτική κοινότητα έχει χάσει εντελώς την εμπιστοσύνη της σε τέτοιου είδους επενδύσεων και επομένως η εισαγωγή των REIT θα αποτελεί μοναδική εναλλακτική επιλογή.

- Η πτώση στις τιμές που παρατηρήθηκαν τα τελευταία χρόνια είχαν ως αποτέλεσμα να μειωθεί σημαντικά η οποιαδήποτε δραστηριότητα για ανέγερση νέων μονάδων. Όπως δείχνουν και τα στατιστικά στοιχεία ο κατασκευαστικός τομέας υπέστη και το μεγαλύτερο κτύπημα ως αποτέλεσμα της κρίσης. Επομένως τόσο ο τομέας εμπορικών ακινήτων όσο και ο τομέας στεγαστικών ακινήτων προσφέρεται για επένδυση για σκοπούς σταθερού εισοδήματος έχοντας υπόψη την αύξηση στη ζήτηση για ενοικίαση γραφείων και διαμερισμάτων.
- Αρκετά μεγάλος αριθμός Κυπρίων με τη δυνατότητα επένδυσης περιορισμένου ποσού αποκλείονται αυτή τη στιγμή από το τομέα ακινήτων λόγω του ελάχιστου ποσού επένδυσης. Η εισαγωγή των REIT θα επιτρέψει και σε αυτούς τους ανθρώπους να επενδύσουν σε ένα τομέα που ακόμη θεωρείται ως ο πιο αξιόπιστος και ασφαλής.
- Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι ξένα ταμεία αλλά και ξένοι ιδιώτες επενδυτές θα αποφασίσουν ευκολότερα να επενδύσουν στο τομέα ακινήτων στη Κύπρο αν νοιώθουν ότι η διαχείριση της επένδυσης τους θα γίνεται από επαγγελματίες και εντός ενός ελεγχόμενου πλαισίου με συνθήκες πλήρους διαφάνειας.

## 6.6 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Τα REITs στην Ευρώπη είναι σχετικά πρόσφατη εξέλιξη. Θα μπορούσε να γίνει εξειδικευμένη μελέτη για το πόσο αυξάνεται η ρευστότητα στην κτηματαγορά και πως αυτό επηρεάζει τους μακροοικονομικούς δείκτες της οικονομίας μιας χώρας. Τα αποτελέσματα από μια τέτοια έρευνα θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να υπολογιστεί ο επηρεασμός της Κυπριακής οικονομίας από την εισαγωγή των REITs αλλά και σημαντικότερα, το κόστος της μη εφαρμογής τους.

## 7. Βιβλιογραφία

- Anson, M. Fabozzi, F. Jones, F. (2010), *The Handbook of Traditional Investment Vehicles: Investment Characteristics and Strategies*, John Wiley & Sons.
- Atchison K., Yeung V.S., (2014) *The impact of REITs on Asian Economies*, Published by Asia Pacific Real Estate Association Limited (APREA)
- Bauer, Rob; Piet M.A. Eichholtz and Nils Kok. 2010. "Corporate Governance and Performance: The Reit Effect." *Real Estate Economics*, 36(1), pp. 1-29
- Block, L. R. (2006), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*, third edition, Bloomberg Press, Princeton, NJ., USA
- Block, R. (2011), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts* (4th ed.), New Jersey: John Wiley & Sons.
- Bohjalian T., *REITs: Building on Success*, January 2015, Cohen and Steers
- Brigham E., Ehrhardt. M., 2008. *Financial Management: Theory and Practice*, 12<sup>th</sup> Edition, Cengage Learning.
- Brueggeman, W. Fisher, J. (2005), *Real Estate Finance & Investments* (14th ed.), McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance and real estate, McGraw Hill Education.
- Bryman, A. Bell, E. (2003), *Business Research Methods* (2nd ed.) Oxford: Oxford University Press.
- Bryman, A. Cramer, D. (2005), *Qualitative Data Analysis with IBM SPSS Statistics*, Hove: Psychology Press.
- Buckley D., (2014 January), *New REITs for Irish Market to target €2bn investment funds* Business Commercial Property.
- Campbell, R. Sirmans, C. (2002), 'Policy implications of structural options in the development of real estate investment trusts in Europe: Lessons from the American Experience', *Journal of Property Investment & Finance*, 20(4): pp. 388-405.
- Capozza, D., and Seguin, P. (1999). Focus, transparency, and value: The REIT evidence. *Real Estate Economics*. 27: 587 – 619.

- Chan, S. H. Erickson, J. Wang, K. (2002), *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance and Investment Opportunities*, Financial Management Association Survey and Synthesis Series, Oxford University Press.
- Collis, J. Hussey, R. (2003), *Business Research: A practical guide for undergraduate and postgraduate students* (2nd ed.), Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Cotter J., Roll R., (2001), *A comparative anatomy of REITs and Residential Real Estate Indexes: Returns, Risks and Distributional characteristics*.
- Denzin, N. K., & Lincoln, Y.S. (Eds.). (1994). *Handbook of qualitative research*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- DeVos, A.S. Strydom, H. Fouche, C. B. Delpont, C. (2002) (2nd ed.) *Research at grass roots: For the social sciences and human service professions*, Van Schaik Publishers.
- Drake, L.M. Howcroft, J.B. (1999). Measuring the Relative Efficiency of the Selling Function: An Application of DEA to UK Bank Branches, *Journal of Financial Services Marketing*, 3(4): pp.297-315.
- Dransfield, R. (2004), *Business for Foundation Degrees and Higher Awards*, Heinemann.
- Easterby-Smith, M. Thorpe, R. Jackson, P. (2008). *Management Research: An Introduction*. 3<sup>rd</sup> Edition. Sage.
- Eichholtz, P. Kok, N. Margaritova, M. (2009), 'Investment Style and Performance in The Global Real Estate Fund Market', Working Paper No. 165/2009, *Maastricht University*, Maastricht 2009, p. 1-28.
- Eichholtz, P. Kok, N. Yonder, E. (2011), Real Estate, Governance, and the Global Economic Crisis, Chapter 8 in (eds.) Hawley, J. Kamath, S. Williams, A. '*Corporate Governance Failures: The role of institutional investors in the global financial crisis*', University of Pennsylvania Press.
- Eichholtz, P.M.A. Kok, N. (2007), 'The EU REIT and the Internal Market for Real Estate', *Research report commissioned by the European Property Federation*, in ed. E.P. Federation, Brussels.
- Ferber Robert and P.J. Verdoorn (1962), *Research methods in Economics and Business*, N.Y. Macmillan
- Gall, M.D., Borg, W.R. & Gall, J.P. (1996). *Educational Research. An Introduction*. Longman, N.Y.: White Plains



Gentry W., Kemsley D., Mayer C.J., (2001) Dividend taxes and share prices: *Evidence from real estate investment trusts*, National Bureau of Economic Research

Goddard, J. Marcum, B. (2012), *Real Estate Investment: A Value Based Approach*, Springer texts in business and economics, Springer.

Gordon, M. (2008), *The complete guide to investing in REITs, Real Estate Investment Trusts: how to earn high rate of return safely*, Atlantic Publishing Company.

Gravetter, F. Forzano, L.A. (2010), *Research Methods for the Behavioural Science* (4th ed.), CA: Cengage Learning.

Holden, M. Lynch, P. (2004), 'Choosing the Appropriate Methodology: Understanding Research Philosophy', *The Marketing Review*, 4(1): pp. 397-409.

Howarth N., (2015 June), *Troika tightens screws on Cyprus property*, Cyprus Property News

Hunt M., (2013 December), *It looks like perfect timing for REITs to enter Irish Market*, Business Commercial Property.

Jacobus, C. (2009), *Real Estate Principles* (11<sup>th</sup> ed.), Mason OH, USA: Cengage Learning.

Johnson, S. Moorman, T. Sorescu, S. (2009), 'A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices', *Review of Financial Studies*, 22(11): pp. 4753- 4786.

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

Lancaster, G. (2005) *Research Methods in Management: a concise introduction to research and business consultancy*, Burlington: Elsevier Butterworth-Heinemann.

Leedy, P. Ormrod, J. (2005) (8th ed.) *Practical Research*, Pearson Education International.

Lehman, R. W., & Roth, H. S. (2010). *Global Real Estate Investment Trust Report 2010*. Ernst & Young

Ling D. C., Noranjo A., (2015) *Returns and Information Transmission Dynamics in Public and Private Real Estate Markets*, Real Estate Economics (V. 43 pp.163-208)

Luo Y., (2009) *Implementation of Chinese Real Investment Trust*, KTH Architecture and the Built Environment

McLeay, S. Stevenson, M. 2009. Modeling the Longitudinal Properties of financial ratios. *Applied Financial Economics*, 19, (305-318).

Marshall, C. Rossman, G. (1999), *Design qualitative research* (3rd ed.), Thousand Oaks: Sage.

McGreal S, Sotelo R, 2008 *The introduction of REITs in Europe: A global perspective*, Schiller Publishing House

McNeil, P. Chapman, S. (2005) *Research Methods*, 3<sup>rd</sup> Edition, Routledge.

Merriam, Sharan B. (2002). *Qualitative Research in Practice: Examples for Discussion and Analysis*. Jossey-Bass, CA: San Francisco.

Mullaney, J. (1998), *REITs: Building Profits with Real Estate Investment Trusts*, John Wiley & Sons.

Newell, G. Sieracki, K. (2009), *Global Trends in Real Estate Finance, Real Estate Issues*, John Wiley & Sons.

Ooi J., Newell G., Sing Tien – Foo., (2006) *The Growth of REIT Markets in Asia*, *Journal of Real Estate Literature* (V. 14 Number 2, p.203-216)

Porter, G. Norton, C. (2009), *Financial Accounting: The impact on decision makers* (6th ed.), Cengage Learning.

Reilly, F. Brown, K. (2003), *Investment analysis and portfolio management* (7th ed.), Ohio: South Western Thomson.

Saunders, M. Lewis, P. Thornhill, A. (2003), *Research Methods for Business Studies* (2nd ed.), Harlow: Prentice Hall.

Saunders, M. Lewis, P. Thornhill, A. (2007), *Research Methods for Business Studies* (4th ed.), Harlow: Prentice Hall.

Saunders, M. Lewis, P. Thornhill, A. (2009), *Research Methods for Business Studies* (5th ed.), Harlow: Prentice Hall.

Sharan, V. (2009), *Fundamentals of Financial Management* (2<sup>nd</sup> ed), Dorling Kindersley (India): Pearson Education.

Sirmans C.F. and Worzala E., (2003) *International Direct Real Estate Investment: A review of Literature*, *Urban Studies* (Vol. 40, No 5-6, 1081-1114)

Sirota, D. (2004), *Essentials of Real Estate Investment* (7th ed.), Kaplan Financial Series, Dearborn Real Estate.

Sun L., Titman Sheridan D., Twite G.,J., (2015) *Reit and Commercial Real Estate Returns: A postmortem of the financial crisis*, Real Estate Economics (V.43 PP.8-36)

Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Thousand Oaks, CA: Sage.

Tsikkinis, L. Neocleous, M. (2011), *Corporate Real Estate Handbook 2010/2011, Country Q&A Cyprus*, Practical Law Company, Διαθέσιμο online: <http://crossborder.practicallaw.com/6-503-2936#>

Weitzman, E.A., & Miles, M. B. (1995). *Computer programs for qualitative data analysis*. Thousand Oaks, CA: Sage

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

Williams D., (2013 February), *Real Estate Investment Trusts in Ireland*, LK Shields

Williamson, D. Cooke, P. Jenkins, W. (2003), *Strategic management and business analysis*, Butterworth – Heinemann.

Zandi, M. (2009), *Financial Shock (Updated edition): Global Panic and Government Bailouts – How we got here and what must be done to fix it*, New Jersey: Pearson Education, FT Press.

Yin, R. K. (1994). *Case study techniques: Design and methods* (2nd ed.) Newbury Park, CA:Sage.

Καρυτινός, Α. (2009), *Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας, Τράπεζα της Ελλάδος, Διαθέσιμο online*  
<http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/%CE%91%CE%93%CE%9F%CE%A1%CE%91%CE%91%CE%9A%CE%99%CE%9D%CE%97%CE%A4%CE%A9%CE%9D3.pdf>

Καζάζης Νίκος, (2006) «Αποτελεσματικό Μάρκετινγκ για κερδοφόρες πωλήσεις», Β΄ έκδοση, εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα, σελ.183

Τηλικίδου Ειρήνη, (2004), «Η έρευνα του μάρκετινγκ, θεωρητικές προσεγγίσεις και πρακτικές». Αθήνα, Ελληνικά γράμματα. Σελ 69.