

Fundusze nieruchomości tracą, choć zarabiają

Certyfikaty funduszy nieruchomości wyceniane są sporo poniżej wartości aktywów netto. Dyskonto sięga ponad 30 proc.

Inwestorzy, którzy przed trzema laty zakupili certyfikaty jednego z trzech działających wówczas funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ) nieruchomości, liczą dziś straty rzędu 30-45 proc. Okazuje się, że w tym samym czasie wartość aktywów netto (WAN), przypadających na certyfikat, wzrosła o 18 do ponad 35 proc. Rozbieżność pomiędzy wyceną rynkową a księgową certyfikatów ilustruje podejście inwestorów do rynku nieruchomości. O ile przed trzema laty certyfikaty funduszy wyceniali nawet z 60-proc. premią, to obecnie jest to ponad 30-proc. dyskonto w stosunku do WAN.

Również w okresie ostatnich dwóch lat na certyfikatach funduszy nieruchomości można było stracić od 18 do 28 proc. jeśli spojrzeć na ich notowania na giełdzie. W tym samym czasie WAN niemal się nie zmieniły, a zakres zmian sięga od -3 do 4 proc. Jakielwiek zyski inwestorzy zanotowali dopiero w ostatnich 12 miesiącach – na najlepszym funduszu można było zarobić ponad 21,5 proc., przy czym w trzech na pięć funduszy WAN obniżyła się o 5 do 10 proc.

Porównanie zmian wyceny giełdowej z wyceną WAN na certyfikat

Fundusz	Stopa zwrotu 12M		Stopa zwrotu 24M		Stopa zwrotu 36M	
	wycena na GPW	WAN na certyfikat	wycena na GPW	WAN na certyfikat	Wycena na GPW	WAN na certyfikat
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ	-10,71%	9,78%	-	-	-	-
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	8,33%	-9,11%	-18,18%	0,53%	-29,31%	35,38%
BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ	21,65%	3,06%	-	-	-	-
BPH Sektora Nieruchomości FIZ	11,34%	-9,46%	-19,13%	-2,82%	-35,62%	17,66%
Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ	-12,93%	-5,00%	-27,86%	3,95%	-44,82%	34,25%

Źródło: obliczenia Open Finance na podst. danych serwisu Analizy Online.

W przypadku zamkniętych funduszy inwestycyjnych notowania giełdowe zawsze odbiegają w mniejszym lub większym stopniu od WAN. Jest zatem sytuacją jak najbardziej naturalną, że papiery funduszy zamkniętych notowane są z pewnym dyskontem, czyli poniżej wyceny WAN, lub – rzadziej – z premią. Wielkość dyskonta (bądź premii) zmienia się wraz z nastawieniem inwestorów, wynikającym

z koniunktury w danej branży czy gospodarce jako całości. Poniższa tabela pokazuje, w jakim stopniu wycena giełdowa certyfikatów funduszy nieruchomości różniła się z wyceną WAN, przypadających na jeden certyfikat.

Różnica między WAN a wyceną na GPW

Fundusz	Dziś	Rok temu	dwa lata temu	trzy lata temu
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ	-29,43%	-13,22%	-	-
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	-28,54%	-40,05%	-12,19%	36,84%
BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ	-29,56%	-40,32%	-	-
BPH Sektora Nieruchomości FIZ	-29,72%	-42,85%	-15,54%	28,44%
Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ	-32,83%	-26,71%	-3,22%	63,43%

Źródło: obliczenia Open Finance na podst. danych serwisu Analizy Online.

Przed trzema laty, w szczycie mieszkaniowego boomu, certyfikaty notowane były ze sporą premią wobec WAN. Już rok później sytuacja diametralnie się zmieniła i premia przeobraziła się w kilku- i kilkunastoprocentowe dyskonto. Przed rokiem, w dołku koniunktury, dyskonto w przypadku części funduszy wynosiło nawet ponad 40 proc. Obecnie kształtuje się ono w okolicach 30 proc. i należy je uznać za stosunkowo wysokie. Dyskonto w przypadku ich odpowiedników z rynku amerykańskiego obecnie wynosi przeciętnie 12 proc. A przecież kłopotów z jakimi boryka się tamtejszy rynek nieruchomości (kilkudziesięcioprocentowy spadek cen domów, setki tysięcy egzekucji komorniczych) nie można nawet porównywać z sytuacją Polski, gdzie obliczany przez Open Finance indeks cen mieszkań w 16 miastach Polski, spadł w dwóch ostatnich latach o 11,2 proc.

Z opublikowanych ostatnio przez GUS danych wynika, że w 2009 roku spadła liczba mieszkań oddanych do użytkowania (o 3,1 proc.), a także liczba rozpoczętych inwestycji (o 18,2 proc.) oraz wydanych pozwoleń (o 22,8 proc.). Nie należy jednak od razu oczekiwać wystąpienia tzw. dziury podażowej i wzrostu cen mieszkań, bo z drugiej silnie ograniczony został też popyt. Większość mieszkań jest przecież kupowanych na kredyt, a zgodnie z danymi zebranymi przez OF, liczba kredytów hipotecznych udzielanych przez banki skurczyła się w ubiegłym roku o jedną trzecią (dane do III kw.). Można więc zaryzykować stwierdzenie, że podaż dostosowała się do popytu.

Zakładając więc, że rynek mieszkaniowy najgorsze ma już za sobą, i że jest to już uwzględnione w wycenach WAN, dyskonto z którym notowane są obecnie certyfikaty funduszy nieruchomości, powinno się zmniejszać. Jeśli miałyby dojść do 10 czy 12 proc. z obecnych 30 proc., oznaczałoby to potencjał wzrostowy rzędu 25 proc.

Na warszawskiej giełdzie notowane są obecnie certyfikaty pięciu FIZ-ów, inwestujących w nieruchomości. Portfele tych funduszy wypełniają przede wszystkim udziały w spółkach celowych (działających głównie w formie spółek z ograniczoną odpowiedzialnością – sp. z o.o.), powołanych specjalnie do realizacji konkretnych projektów budowlanych – najczęściej o charakterze deweloperskim lub biurowym. Część przychodów mogą też czerpać z tytułu wynajmu powierzchni biurowych, magazynowych czy komercyjnych.

Większość z tych funduszy utworzonych jest na czas określony. Arka FRN FIZ do końca 2012 roku, Arka FRN 2 FIZ do końca 2015 roku, BPH Sektora Nieruchomości FIZ do końca 2013 roku oraz Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ do końca 2014 roku (ich statuty z reguły zastrzegają możliwość pewnego przedłużenia lub skrócenia tych terminów, ponadto w niektórych przypadkach zysk może być dystrybuowany wśród posiadaczy certyfikatów w postaci corocznej dywidendy). BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ został powołany na czas nieokreślony. W przypadku czterech pierwszych istnieją dwie możliwości zbycia certyfikatów – na giełdzie lub czekając do czasu zamknięcia i likwidacji funduszu. Fundusz BPH SN 2 – poza możliwością dokonania transakcji na giełdzie – umożliwi wykup certyfikatów po cenie odpowiadającej WAN, ale dopiero począwszy od zatwierdzenia sprawozdania za szósty rok obrotowy, czyli od 2014 roku.

Inwestycja w papiery giełdowych FIZ-ów nieruchomości poprzez giełdę ma niestety jeden zasadniczy mankament – niską płynność, a to oznacza, że niełatwo jest nie tylko sprzedać posiadane certyfikaty, ale również je zakupić. Trzeba być bardzo cierpliwym.

Bernard Waszczyk, Open Finance