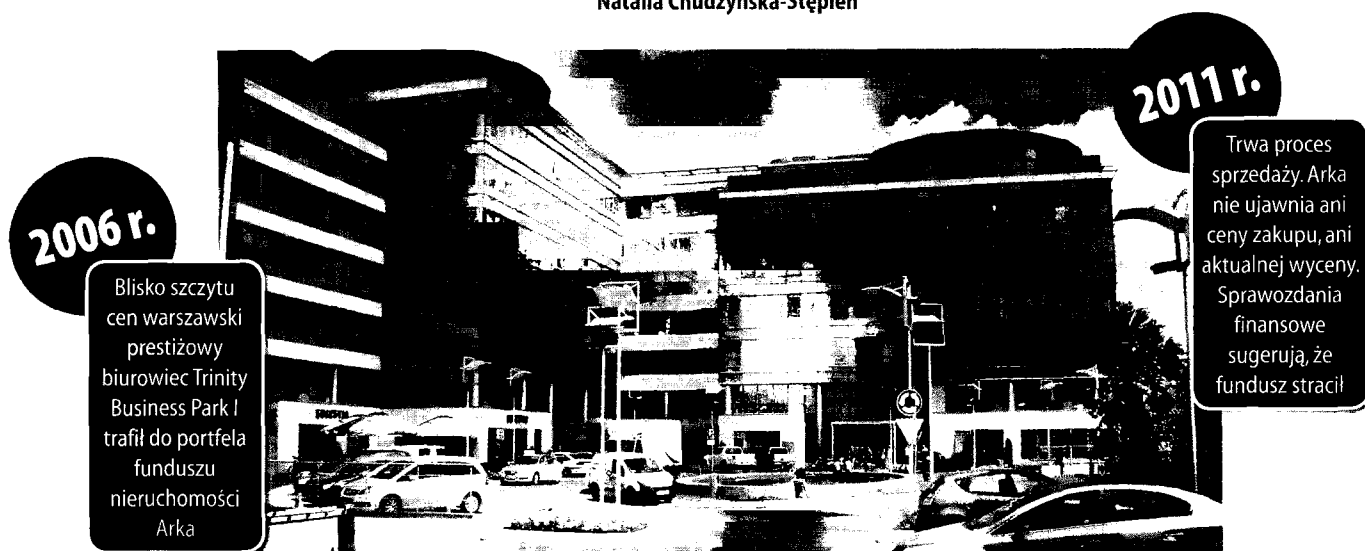


Grunt to grunt

Tradycyjne fundusze nieruchomości, czerpiące zyski głównie z najmu, mają problem z zarabianiem i zbiórką aktywów. Firmy sięgają więc do korzeni i proponują inwestycje na wcześniejszym etapie. Tu potrzeba mniej kapitału, a spodziewane zarobki są wyższe

Natalia Chudzyńska-Stępień



2006 r.

Blisko szczytu cen warszawski prestiżowy biurowiec Trinity Business Park I trafił do portfela funduszu nieruchomości Arka

2011 r.

Trwa proces sprzedaży. Arka nie ujawnia ani ceny zakupu, ani aktualnej wyceny. Sprawozdania finansowe sugerują, że fundusz stracił

Dzisiaj pole z resztkami buraków albo stary magazyn z powybijanymi szybami – jutro teren pod wille z kwiecistymi ogrodami albo lśniący szkłem i stalą apartamentowiec. A po drodze nawet ponad 100 proc. zysku do wzięcia. Dla każdego.

Mnożą się quasi-fundusze nieruchomości z nowatorskimi strategiami. Acer RE, spółka należąca po połowie do Jakuba Głowackiego i Sebastiana Buczka wraz z małżonką Angeliką Rokicką-Buczek (odpowiednio szef rady nadzorczej i prezes Quercus TFI), poważnie rozważa wyjście z ofertą do szerszej publiczności. Na razie na własny rachunek kupuje tereny z niejasną sytuacją prawną, ale w perspektywnych lokalizacjach w dużych miastach. Doprowadza je do stanu używalności i sprzedaje deweloperom.

Potrzeba tu przede wszystkim sporego doświadczenia i dobrych kontaktów z pośrednikami nieruchomościowymi czy egzekutorami sądowymi – choćby po to, by taki teren w ogóle namierzyć.

Wealth Solutions, którego prezesem jest Maciej Kossowski, już od dwóch lat

za pieniądze zebrane od inwestorów (komandytariuszy w tworzonych na projekty spółkach celowych) kupuje „tani hektar”, żeby potem sprzedać „drogi metr”. – Duże tereny rolne na południowy zachód od Warszawy zostaną odrolnione i podzielone, by można było sprzedawać pojedyncze działki pod budowę domów – opowiada Maciej Kossowski.

Zrealizowane wcześniej transakcje ze spółą z Wealth Solutions (eksperti z Inwestycji Ziemijskich) średniorocznie dawały 30–50 proc. zysku (już po odliczeniu wynagrodzenia dla firmy). Acer RE, który wcześniej funkcjonował jako

Fundusz Ziemi Polskiej, nie wchodzi w projekty, na których oczekiwana stopa zwrotu nie wynosi 100 procent. Pytanie tylko, jak szybko uda się przebić przez gąszcz utrudnień prawnych, administracyjnych, nierzadko protestów mieszkańców i uzyskać pozwolenie na budowę – przedmiot pożądanym deweloperów.

W czasach rynkowej prosperity na dwóch terenach w warszawskich Włochach, gdzie teraz stoją bloki mieszkalne, Jakub Głowacki zarobił po kilkaset procent w odpowiednio dwa i cztery lata. Ale to nie jest gra bez ryzyka. Przez dwa lata spółka miała zablokowane 10 mln zł, za które zamierzała kupić ziemię od SGGW w warszawskim Wilanowie – proces został wstrzymany na skutek roszczeń rodziny Branickich.

Choć spółki nie liczą na więcej niż kilkanaście-kilkadziesiąt milionów złotych (więcej na razie wręcz nie miałyby gdzie zainwestować), takie projekty mogą być przyszłością branży inwestycji w nieruchomości. Tym bardziej że fundusze z typowymi strategiami (głównie BZ WBK i BPH), polegającymi na inwestowaniu

INWESTYCJE NA ŚWIECIE

Na świecie średnio ok. 9 proc. aktywów funduszy emerytalnych ulokowane jest w funduszach nieruchomości, co daje ok. 140 mld euro – wynika z danych wydawnictwa Investment & Pensions Europe Real Estate na koniec 2010 roku. Rekordzista ma ulokowane 35 procent. W Polsce to średnio mniej niż 1 procent. Światowy poziom zaangażowania dałby polskim funduszom zastrzyk kapitału przekraczający 20 mld złotych.

w gotowe centra handlowe, biurowce oraz budynki magazynowe i czerpaniu zysku z najmu, rozczarowały. Przede wszystkim wynikami, ale te z kolei zniechęciły inwestorów, co odbiło się na niewielkiej bazie aktywów – teraz około 2 mld zł względem około 120 mld zł zgromadzonych we wszystkich funduszach. I kółko się zamyka, bo bez niej trudno o atrakcyjne i rentowne projekty. Jeżeli fundusz ma mniej niż 200 mln zł, może kupić tylko małe biurowce (trzeba nabyć minimum pięć do jednego funduszu), które często mają niższy standard techniczny, mniejsze czynsze, a ponadto „gorszych” najemców: bardziej prawdopodobne, że przestaną płacić.

– Niszowy projekt może być bardzo dochodowy, ale jest i bardziej ryzykowny. Ponadto trudniej potem znaleźć nabywcę na budynek – ostrzega Piotr Kuba, wiceprezes Skarbiec TFI. Fundusz może korzystać z kredytu, ale to też zwiększa ryzyko projektu.

Klony pierwszych funduszy nieruchomości (z lat 2004–2005), które powstawały w 2008 r., zebrały o połowę mniej kapitału, po około 100–200 mln zł, a druga emisja certyfikatów Arki 2 w 2010 roku zakończyła się fiaskiem.

Zarządzający bronią się, że w obliczu kryzysu nie mogli wypracować lepszych wyników. Jednak czy eksperci z TFI sami nie zdecydowali o momencie startu produktów? Typowy fundusz nieruchomości ma określony cykl życia, który zazwyczaj trwa 7–10 lat. Najczęściej przez pierwsze dwa lata kupuje, przez następne trzy, pięć czerpie zyski z najmu, a przez ostatni rok do trzech lat sprzedaje. Zakupy przypadły więc na szczyt hossy, a zarazem na szczyt cenowy. Na

wartość portfela wpływają bieżące dochody z najmu i zdyskontowane szacunkowe przychody ze sprzedaży budynku. I jedno, i drugie spadały. Efekt? O ile od początku działalności Arka zarobiła średnio ok. 7 proc. rocznie, BPH ok. 3 proc., to w skali tylko ostatnich trzech lat fundusze te straciły po ok. 10 procent.

Co dalej? Funduszom zostały jeszcze dwa, trzy lata życia i nie zanoszą się na skok wyceny. Większość ekspertów spodziewa się co prawda wzrostu wartości budynków (co raczej jest już w cenach certyfikatów), ale też stabilizacji cen najmu.

– Czynsze są zdecydowanie zbyt wysokie względem kondycji przedsiębiorstw – uważa Jakub Głowacki.

A jeśli fundusz w ogóle nie zdoła sprzedać nieruchomości? Hiszpański Santander (nowy właściciel BZ WBK) podczas ostatniego kryzysu odkupił jednostki otwartego funduszu nieruchomości ze swojej grupy kapitałowej, wydając na nie 2 mld złotych.

Jeśli spojrzeć na wyceny certyfikatów notowanych na GPW, trudno też dopatrzeć się wiary klientów w słuszność obecnych wycen dokonywanych przez rzeczoznawców. Obawiają się, że jak przyjdzie co do czego, to TFI nie dostaną ze sprzedaży zakładanych teraz kwot, a po drodze jeszcze mogą wykruszyć się najemcy albo spaść czynsze.

– Wycenianie certyfikatów poniżej wartości aktywów netto jest zjawiskiem naturalnym, występuje na całym świecie – twierdzi z kolei Radosław Świątkowski, prezes REINO Partners. Przyznaje jednak, że nie powinno przekraczać 20 procent.

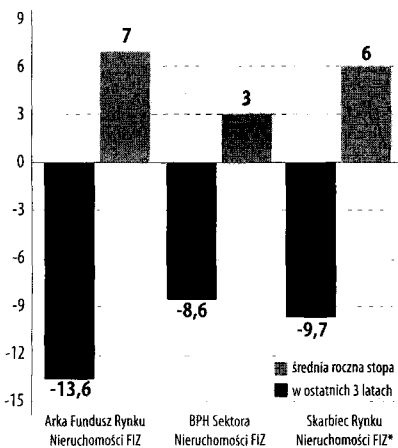
Na przykład certyfikaty o Arki (BZ WBK TFI) noto- ➤

FAKTY I LICZBY

Wyniki rozczarowują

Licząc od początku działalności, pierwsze fundusze nieruchomości dają zyski podobne jak lokaty bankowe i mniejsze. W skali ostatnich trzech lat są daleko pod kreską.

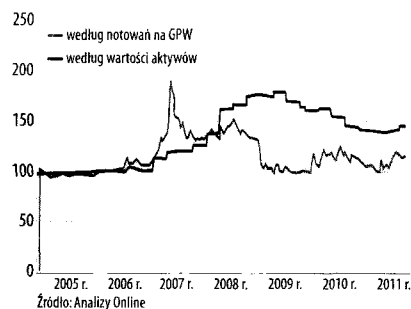
stopy zwrotu najstarszych funduszy (proc.)



Rynek nie wierzy w wyceny

W szczycie koniunktury giełdowe wyceny certyfikatów przewyższały te wyliczone przez TFI. Potem sytuacja się diametralnie odwróciła. To dotknęło wszystkie fundusze.

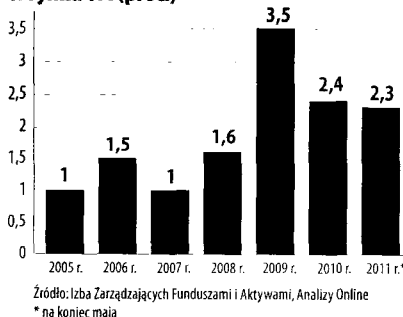
dyskonto wyceny giełdowej certyfikatu Arka BZ WBK FRN FIZ względem wyceny według wartości aktywów (PLN)



Nisza wciąż niewypełniona

Fundusze nieruchomości liczą ok. 2 mld zł aktywów. Ich udział w rynku rósł głównie w kryzysie. Przede wszystkim dlatego, że nie można było z nich się wycofać. Niektórym udało się sprzedać certyfikaty na GPW.

udział funduszy nieruchomości w rynku TFI (proc.)



wane są po cenie ok. 20 proc. niższej niż według wartości aktywów, choć w czasie rynkowych zawirowań różnica zbliżała się do 30 procent.

- Dyskonto wynika z małej płynności, nie oddaje wartości rynkowej portfela. Sprzedają nieliczni, którzy chcą szybko wyjść z inwestycji. Może to być okazja dla długoterminowych inwestorów - ri-postuje Agnieszka Jachowicz, zarządzająca funduszami nieruchomości Arka.

Fundusze liczą na kapitał szczególnie od inwestorów zagranicznych i funduszy emerytalnych. Ci pierwsi jednak nie rozumieją polskich FIZ i wolą znane sobie konstrukcje międzynarodowe, np. zarejestrowane w Luksemburgu.

- Niewykluczone, że właśnie tam będziemy rejestrować produkty, żeby zdobyć zagraniczny rynek - mówi przedstawiciel dużego funduszu. Ale wtedy niechętnie będą kupować je polskie instytucje. Pozostaje stworzyć oddzielne fundusze, ale to utrudni inwestycje.

Problem z OFE jest złożony. Dla zarządzających funduszami emerytalnymi certyfikat funduszu nieruchomości to papier kłopotliwy. Niejasne są w tej kwestii przepisy Komisji Nadzoru Finansowego, która niby nie zabrania, ale dokładnie obserwuje takie lokaty.

- Trzeba zmienić przepisy i jasno stwierdzić, że OFE mogą inwestować w fundusze nieruchomości - apeluje Agnieszka Jachowicz.

Ale czy zarządzającym OFE, którzy sprawę niechętnie komentują, rzeczywiście byłoby to na rękę? Inwestycja jedynie w akcje i obligacje, czyli zgodnie z benchmarkiem, jest „bezpieczna”. Często pytają też, czy „nie dałoby się zrobić tak, żeby fundusz od razu zarabiał”, a nie utrzymywał wycenę w miejscu w okresie inwestycji w budynki. Wolą certyfikaty nienotowane, by wyceny nie dostosowywać do dyskonta. Nie myślą długoterminowo, lecz w kategoriach roku - bo za taki wynik są rozliczani przez KNF, szefów i klientów. Problemem stały się też zmiany w systemie emerytalnym. W takich

okolicznościach rozmowy o inwestycjach w certyfikaty FIZ są praktycznie skazane na niepowodzenie.

Poszukując lepszych wyników i zainteresowania choćby prywatnych inwestorów, kolejne firmy uciekają od typowych strategii. Investor Property FIZ chce przekształcać grunty wokół dużych miast i stawia na mieszkaniowe projekty deweloperskie w największych aglomeracjach oraz w kurortach turystycznych.

- O ile sam wynajem gotowych nieruchomości przynosi rocznie tylko 5-8 proc., o tyle przy realizacji budowy nie-

ruchomości jest to 15-25 proc. - przekonuje Paweł Grząbka, prezes CEE Property Group współpracującego z Inwestors TFI.

Ipopema, odgrzewając pomysł Skarbcza sprzed kilku lat, stworzyła fundusz kupujący hurtowo i za gotówkę mieszkania

NIEBANALNE ROCZNE ZYSKI

100 proc.

na kupowaniu i przekształcaniu gruntów niedawno zarabiano krocie. Eksperti twierdzą, że wciąż są duże możliwości: przynajmniej kilkadziesiąt procent

od deweloperów. Liczy na upusty. Sprzedają lokale po cenach rynkowych.

Nie wszystkie nowe strategie jednak mogą działać efektywnie bez milionów od instytucji. Przykładem jest Opera REINO Development Opportunities FIZ, wspólne dzieło REINO Partners i Opera TFI, który będzie dostarczał kapitał projektom wstrzymanym z powodu kryzysu, głównie w związku ze zwiększeniem wymagań banków co do poziomu wkładu własnego. Łatwiejsze od rozmów z OFE okazały się te z inwestorami zagranicznymi. Negocjacje są zaawansowane.

Niektórzy mimo wszystko próbują dziś oferować tradycyjne strategie. Altus Real Estate zebrał w ostatnich kilku miesiącach 30 mln zł od klientów sektora private banking. Ale Piotr Osiecki, prezes Altus TFI, przyznaje, że to za mało na naprawdę ciekawe projekty. Zabrakło wpłat od OFE. Na razie fundusz kupił kilka mniejszych nieruchomości przeznaczonych np. pod oddziały banków.

Czy dobrze prosperujące nowatorskie strategie okażą się sukcesem - będzie można ocenić za kilka lat, gdy ich wyniki obejmą cały cykl koniunkturalny. ①