

Patrycja Kowalczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

POLSKIE FUNDUSZE INWESTUJĄCE W NIERUCHOMOŚCI – ANALIZA ICH DZIAŁALNOŚCI I PRÓBA OCENY

1. Wstęp

W ostatnich latach obserwuje się dość szybki rozwój rynku nieruchomości w Polsce, zwłaszcza w dużych aglomeracjach. Spowodowało to, że nieruchomości stały się alternatywną formą inwestycji w stosunku do instrumentów finansowych, nawet do tych najbardziej agresywnych. Stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości, przede wszystkim mieszkaniowych, są podobne do stóp zwrotu uzyskanych z inwestycji w akcje, a czasami nawet zdecydowanie od nich wyższe. Dlatego też inwestorów na rynku nieruchomości jest coraz więcej. Pojawiły się także fundusze inwestujące w nieruchomości (nazywane powszechnie funduszami nieruchomości), które są coraz większymi i liczącymi się inwestorami, choć pierwsze próby ich uplasowania się na polskim rynku zakończyły się niepowodzeniem.

Celem niniejszego artykułu jest analiza polskich funduszy inwestujących w nieruchomości oraz próba oceny ich działalności.

2. Uwarunkowania prawne polskiego rynku funduszy nieruchomości

Na polskim rynku nieruchomości wśród funduszy, które inwestują, można wyróżnić dwie grupy:

- fundusze zagraniczne, które lokują swoje środki w polskie nieruchomości oraz które działają w oparciu o inne legislacje niż polskie¹,
- fundusze, które funkcjonują w oparciu o polskie ustawodawstwo.

Działalność polskich funduszy inwestujących na rynku nieruchomości oparto na Ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych [Ustawa... 2004], która przewiduje dla funduszu inwestującego w nieruchomości formę zamkniętą.

¹ Te fundusze nie są przedmiotem niniejszego opracowania.

Według art. 117 fundusz inwestycyjny zamknięty może emitować publiczne lub niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, natomiast art. 145 podaje listę możliwości inwestycyjnych, którymi są: papiery wartościowe, wierzytelności (z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych), udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty, instrumenty pochodne, prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji, dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych oraz instrumenty rynku pieniężnego, pod warunkiem, że są zbywalne.

Istotne jest to, że w art. 147 znajduje się zapis, iż przedmiotem lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być:

1) własność lub współwłasność:

- nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami,
- budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości,
- statków morskich,

2) użytkowanie wieczyste.

Dla funkcjonowania funduszu ważny jest także art. 148, który wyraźnie podkreśla, że fundusz inwestycyjny zamknięty może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Fundusz może również nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości. Ponadto liczba nabytych przez fundusz nieruchomości oraz użytkowania wieczystego nie może być mniejsza niż cztery, a na jedną lokatę fundusz nie może przeznaczyć więcej niż 25% łącznej wartości aktywów funduszu [Ustawa... 2004, art. 148].

Ustawa dopuszcza również pewną formę funduszy inwestycyjnych z wydzielonymi subfunduszami, co oznacza, że fundusz inwestycyjny może prowadzić działalność jako fundusz składający się z subfunduszy różniących się szczególnie tym, że każdy może stosować inną politykę inwestycyjną. Istotny jest jednak fakt, iż w portfelu inwestycyjnym subfunduszu nie mogą znajdować się jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne związane z innym subfunduszem wydzielonym w tym samym funduszu inwestycyjnym [Ustawa... 2004, rozdz. 2].

3. Charakterystyka polskich funduszy rynku nieruchomości

Pierwsze próby wprowadzenia na polski rynek produktów funduszy inwestujących w nieruchomości odnotowano pięć lat temu. Wówczas BRE Bank i jego Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Skarbiec oraz Bank BPH poprzez CA IB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych zaproponowały nową formę inwestycji. Jednak próba ta zakończyła się niepowodzeniem. Przyczyną było najprawdopodobniej dość znikome zainteresowanie polskich inwestorów (szerzej [Skubiszewski 2005]).

W czerwcu 2004 r. BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych utworzyło zamknięty fundusz inwestycyjny Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości, który jest najstarszym funduszem na rynku polskim i który inwestuje głównie poprzez spółki celowe. Zakładany czas trwania funduszu wynosi 8,5 roku (dokładnie do 28 grudnia 2012 r.). Fundusz zamierza inwestować w:

- nieruchomości biurowe, które docelowo stanowić będą nie mniej niż 50% portfela rynku nieruchomości,
- pozostałe typy nieruchomości oraz lokaty związane z rynkiem nieruchomości, w szczególności: nieruchomości handlowe, nieruchomości magazynowe, nieruchomości mieszkaniowe, które docelowo stanowić będą co najwyżej 50% portfela rynku nieruchomości,
- nieruchomości mieszkaniowe, które stanowić mają nie więcej niż 25% portfela rynku nieruchomości.

W portfelu rynku nieruchomości znajdują się m.in.: budynek biurowy Afta Plaza w Gdyni, budynek usługowo-handlowy Galeria pod Dębami w Warszawie, osiedle mieszkaniowe Salwator City w Krakowie, budynek biurowy Quattro Forum we Wrocławiu, Centrum Handlowe Stokrotka w Łomży, budynek biurowy FDS Plaza w Warszawie, osiedle mieszkaniowe Sawa Apartments Wilanów w Warszawie, budynek biurowy Winogrody Business Center w Poznaniu, obiekt handlowo-rozrywkowy Alfa Centrum w Olsztynie, budynek biurowy Trinity Park w Warszawie. Jak widać, fundusz koncentruje się na inwestycjach w dużych aglomeracjach na terenie Polski, co zresztą jest potwierdzeniem wcześniejszych zamierzeń funduszu (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Arka BZ WBK...]). Jednak zakłada on również inwestycje poza granicami kraju – na Węgrzech i w Republice Czeskiej.

Drugim istotnym funduszem w tym sektorze jest Skarbiec Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, który powstał w drugiej połowie 2004 r. Fundusz został utworzony na 10 lat, z możliwością skrócenia do 5 lat. Celem funduszu jest wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat. Fundusz dąży do osiągnięcia celu inwestycyjnego przede wszystkim poprzez nabywanie i obejmowanie akcji spółek akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych i udziałów spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, których działalność obejmuje inwestowanie oraz obrót na polskim rynku nieruchomości, głównie w segmencie budownictwa mieszkaniowego (także budownictwa niezbędnej infrastruktury). Zakłada on również, że struktura portfela ustalona na początku nie będzie ulegała istotnym zmianom z uwagi na długi horyzont inwestycji na rynku nieruchomości, z wyjątkiem zmian wynikających ze sprzedaży poszczególnych projektów inwestycyjnych przez spółki celowe, podejmowania nowych projektów inwestycyjnych pośrednio lub bezpośrednio przez fundusz (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Skarbiec...]).

W grudniu 2005 r. powstał kolejny fundusz Skarbcia, tym razem Skarbiec Rynku Mieszkaniowego Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. Zakłada on koncentrowa-

nie się na projektach inwestycyjnych na rynku mieszkaniowym, które są na wczesnym etapie realizacji w atrakcyjnych lokalizacjach w Polsce. Fundusz osiąga swoje cele za pośrednictwem specjalnie powołanych tzw. spółek celowych, angażując się głównie w budowę nowych mieszkań (docelowo mają one stanowić od 75 do 100% wartości aktywów) (szerzej [Statut Skarbiec...]).

W początkowej fazie część powierzonych środków fundusz zamierzał inwestować w dłużne papiery wartościowe denominowane w PLN. Fundusz został utworzony na czas określony do 31 grudnia 2009 r.

Kolejnym bardzo ważnym funduszem na polskim rynku, który powstał rok po Arce BZ WBK FRN, jest BPH Zamknięty Fundusz Inwestycyjny Sektora Nieruchomości. Horyzont inwestycyjny funduszu został ustalony na 8 lat, z możliwością przedłużenia lub skrócenia o 2 lata. Struktura aktywów tego funduszu zakłada portfel aktywów płynnych oraz portfel aktywów docelowych. W skład pierwszego z portfeli wchodzi papiery wartościowe, depozyty, waluty, natomiast w skład drugiego portfela docelowe inwestycje: do 80% nieruchomości biurowe, do 60% nieruchomości handlowe, do 50% nieruchomości magazynowe oraz do 30% inne nieruchomości (nieruchomości komercyjne, nieruchomości mieszkaniowe oraz nieruchomości łączące funkcje handlowe, magazynowe lub biurowe). Ponadto fundusz może inwestować poprzez spółki celowe do 30% w nieruchomości położone poza granicami RP, znajdujące się w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, szczególnie na terytorium Republiki Czeskiej i Węgier. Jednak ze względu na podwyższone ryzyko fundusz nie przewiduje inwestycji w projekty oraz inwestycje hotelowe, projekty obejmujące budowę kasyn oraz przedsięwzięć gospodarczych o podobnym charakterze, a także projekty obejmujące inwestycje i przedsięwzięcia użyteczności publicznej (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A...]). Ponadto zakłada, że jednostkowa wartość nieruchomości wahać się będzie w przedziale od 10 do 20 mln zł. Dotychczas w portfelu funduszu znajdują się następujące nieruchomości: budynek biurowy Viking House w Warszawie, Centrum Handlowe Okęcie w Warszawie, 4-budynkowy kompleks biurowy w Warszawie, 3 obiekty handlu detalicznego na Śląsku (Katowice, Chorzów, Bolesławiec).

W roku 2005 powstał kolejny fundusz – KBC Index Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, należący do KBC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych. Termin zapadalności funduszu to 10 listopada 2009 r. Fundusz ten jest nastawiony na inwestowanie w tytuły uczestnictwa wyemitowane przez Fund Partners Kredyt Bank Europe Real Estate 1 – instytucje wspólnego inwestowania z siedzibą w Luksemburgu (będącą subfunduszem o kapitale chronionym funduszu Fund Partners) (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych KBC...]). Zysk z inwestycji jest zależny od indeksu EPRA (Europe Public Real Estate Index), który jest indeksem ważonym kapitalizacją najbardziej płynnych akcji spółek działających w sektorze nieruchomości w Europie (szerzej [Statut KBC Indeks Nieruchomości...]).

Następnym funduszem należącym do KBC TFI jest utworzony w drugiej połowie 2006 r. KBC Index Światowych Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Za-

mknięty, którego termin zapadalności przypada na dzień 10 listopada 2012 r. Zysk inwestora dokonującego inwestycji w ten fundusz zależy od dwóch indeksów: TSEREIT (Tokio Stock Exchange REIT Index) oraz EPRA (European Public Real Estate Index). TSEREIT jest to ważony kapitalizacją indeks obliczany na podstawie cen wszystkich notowanych na giełdzie tokijskiej japońskich funduszy nieruchomości (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A KBC Indeks Światowych...; Statut KBC Indeks Światowych...]).

Trzecim funduszem należącym do KBC TFI jest utworzony w maju 2007 r. KBC Index Nieruchomości II Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. Termin zapadalności funduszu to 10 sierpnia 2013 r. Celem inwestycyjnym funduszu jest wzrost wartości aktywów funduszu poprzez wzrost wartości lokat dokonywanych w tytuły uczestnictwa wyemitowane przez Fund Partners Kredyt Bank Europe Real Estate 2 – instytucję wspólnego inwestowania mającą siedzibę za granicą, będącą subfunduszem o kapitale gwarantowanym funduszu inwestycyjnego o kapitale zmiennym z wydzielonymi subfunduszami działającymi pod nazwą Fund Partners (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A KBC Indeks Nieruchomości II...]).

Kolejnym omawianym tutaj funduszem jest ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus, który powstał w grudniu 2006 r. i wchodzi w skład funduszu ING Parasol Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty, który nie inwestuje bezpośrednio w nieruchomości, tylko koncentruje się na inwestycjach w spółki z branży budowlanej. Dokładniej w obszarze zainteresowań funduszu są spółki realizujące inwestycje budowlane, spółki deweloperskie oraz producenci materiałów budowlanych. Jest to subfundusz typu zrównoważonego. Fundusz zakłada okres inwestycji co najmniej 2-3 lata.

Ostatnim omawianym tutaj funduszem jest Investors Bułgaria i Rumunia FIZ, który powstał w maju 2007 r. Celem inwestycyjnym funduszu jest wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat. Cel ten fundusz zamierza osiągnąć poprzez inwestycje w akcje i dłużne papiery wartościowe spółek prowadzących działalność w Bułgarii lub w Rumunii, zarówno mających siedzibę w Bułgarii lub w Rumunii, jak i niemających siedziby ani w Bułgarii, ani w Rumunii, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub zorganizowanym, oraz akcje i dłużne papiery wartościowe spółek prowadzących działalność w Bułgarii lub w Rumunii, zarówno mających siedzibę w Bułgarii lub w Rumunii, jak i niemających siedziby ani w Bułgarii, ani w Rumunii, niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub zorganizowanym (szerzej [Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A Inwestor Bułgaria...]).

Warto tutaj wspomnieć, iż cele inwestycyjne polskich funduszy inwestujących w nieruchomości różnią się jednak chociażby od funduszy na rynku w Stanach Zjednoczonych. Amerykańskie fundusze nieruchomości, zwane REIT's (Real Estate Investment Trust), w swoich portfelach inwestycyjnych mają dodatkowo jeszcze szpitale, specjalistyczne kliniki, pola golfowe, więzienia, teatry (szerzej [Brueggeman, Fisher 2005, s. 584]). Fundusze tego typu posiadają nieruchomości lub inne

aktywa związane z nieruchomościami, czerpią dochód z najmu i zarządzania oraz wypłacają dywidendy udziałowcom REIT's (szerzej [Jurek-Maciak 2007]). Kapitał inwestycyjny generowany jest poprzez emisję papierów wartościowych lub jednostek uczestnictwa i ich sprzedaż (szerzej [Kucharska-Stasiak 2006]). Fundusze tego typu zostały wdrożone również w Australii, Japonii, Korei, a także w niektórych krajach europejskich.

Należy jeszcze zwrócić uwagę, iż zakłady ubezpieczeń wprowadzają na rynek ubezpieczenia inwestycyjne związane z rynkiem nieruchomości. Przykładem może być produkt TUnŻ Warta SA – Indywidualne Ubezpieczenie Inwestycyjne „Warta Zysk Nieruchomości”. Produkt skierowany jest do klientów indywidualnych, przedmiotem ubezpieczenia zaś jest życie i zdrowie ubezpieczonego. Natomiast dodatkowo środki inwestowane są w jednostki uczestnictwa funduszu Fund Partners Kredyt Bank Global Real Estate 2, który został utworzony i jest zarządzany przez KBC Asset Management z siedzibą w Luksemburgu.

4. Analiza działalności funduszy

Działalność polskich funduszy inwestujących w nieruchomości jest dość krótka. Jednak biorąc pod uwagę rozwój polskiego rynku nieruchomości, można już zauważyć, iż stopy zwrotu z niektórych funduszy są obiecujące. W tab. 1 zostały zawarte wartości certyfikatów inwestycyjnych wybranych funduszy inwestujących na rynku nieruchomości.

Analizując dane z tab. 1 dotyczące wartości certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestujących na rynku nieruchomości, należy podkreślić, że choć niektóre fundusze jeszcze w pierwszych miesiącach 2007 r. wykazywały zdecydowaną różnicę pomiędzy wartością certyfikatów a ich wartością nominalną, to niestety na koniec roku wartości tych certyfikatów znacznie spadły. W takiej sytuacji znalazły się wszystkie fundusze z grupy KBC oraz fundusz ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus. Wartości certyfikatów inwestycyjnych pozostałych funduszy sukcesywnie się zwiększały.

Warto zwrócić uwagę, że uzyskane dodatnie stopy zwrotu z funduszy nieruchomości są atrakcyjne dla inwestorów. W porównaniu ze stopami zwrotu z funduszy akcyjnych uzyskanych w połowie 2007 r. były one nieco niższe, natomiast w stosunku do stóp zwrotu na koniec 2007 r. dodatnie stopy zwrotu z funduszy nieruchomości były zdecydowanie bardziej atrakcyjne. Należy zwrócić uwagę, że stopy zwrotu funduszy akcyjnych w większości były ujemne. Istotne jest ryzyko inwestycyjne, które wydaje się być nieporównywalne. Dodatkowo trzeba podkreślić, że nieruchomości to segment rynku rozwijający się, a instytucje inwestujące – choć nie wszystkie – nie posiadają jeszcze zbyt dużego doświadczenia. Pozostały horyzont inwestycyjny jest jeszcze dość długi. Biorąc pod uwagę popyt na tym rynku i otoczenie makroekonomiczne, oczekuje się sporego wzrostu wartości certyfikatów inwestycyjnych w dalszym okresie. Na chwilę obecną uzyskane stopy zwrotu niektórych funduszy można uznać za zadowalające.

Tabela 1. Wyceny certyfikatów inwestycyjnych wybranych funduszy inwestycyjnych

Fundusz	Rejestracja	Wartość nominalna certyfikatu	Wartość certyfikatu na (data wyceny)	Zmiana w % w stosunku do WN	Wartość certyfikatu na (data wyceny)	Zmiana w % w stosunku do WN	Wartość certyfikatu na (data wyceny)	Zmiana w % w stosunku do WN
1. KBC Index Światowych Nieruchomości	wrzesień 2006	100 zł	(12.03.2007) 118,53 zł	18,53	(10.07.2007) 113,02 zł	13,02	(10.01.2008) 97,11 zł	-2,89
2. KBC Index Nieruchomości	listopad 2005	100 zł	(12.03.2007) 144,67 zł	44,67	(10.07.2007) 132,75 zł	32,75	(10.01.2008) 105,16 zł	5,16
3. Arka BZ WBK Fundusz Nieruchomości	wrzesień 2004	97 zł	(30.03.2007) 120,79 zł	24,53	(29.06.2007) 126,42 zł	30,33	(28.12.2007) 161,17 zł	66,15
4. Skarbiec Rynku Nieruchomości	listopad 2004	1000 zł	(31.01.2007) 1235,54 zł	23,55	(31.07.2007) 1368,06 zł	36,81	(31.10.2007) 1 446,54 zł	44,65
5. Skarbiec Rynku Mieszkaniowego	styczeń 2006	220 000 zł	(31.01.2007) 249 874,02 zł	13,58	(31.07.2007) 273 541,01 zł	24,34	(31.10.2007) 278 322,81 zł	26,51
6. ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus	grudzień 2006	100 zł	(31.01.2007) 112,16 zł	12,16	(29.06.2007) 118,67 zł	18,67	(28.12.2007) 97,42	-2,58
7. BPH Sektora Nieruchomości	czerwiec 2005	97 zł	(30.03.2007) 105,52 zł	8,78	(29.06.2007) 103,35 zł	6,55	(28.12.2007) 121,36 zł	25,11
8.KBC Index Nieruchomości II	maj 2007	100 zł	-	-	(10.07.2007) 100 zł	0	(10.01.2008) 88,97 zł	-11,03
9. Investor Bułgaria i Rumunia	maj 2007	1000 zł	-	-	(30.06.2007) 1004,32 zł	4,32	(31.12.2007) 1024,01 zł	24,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych funduszy.

Ponadto należy pamiętać, że rozwijające się w Polsce budownictwo pozwala na dołączanie do portfela coraz bardziej atrakcyjnych nieruchomości, których wartości rynkowe powinny wzrastać. Jednak nie tylko polskie fundusze nieruchomości są obecne na naszym rynku. Fundusze zagraniczne też chętnie inwestują, np. fundusz nieruchomości Rutley European Property Limited (REPL) zakupił pod koniec 2006 r. dwie nieruchomości o łącznej wartości 62 mln euro. Są to krakowski obiekt Buma Square – kompleks biurowy o powierzchni 28 835 m kw. oraz Prima Court – biurowy budynek o powierzchni 3480 m kw. usytuowany w centrum Warszawy.

Istotne jest to, że występująca w 2006 r. tendencja do tworzenia funduszy typu parasolowego oraz złożone w KNF wnioski TFI sugerują ciągły rozwój rynku funduszy inwestycyjnych (szerzej: [Raport roczny 2006...]), w tym także sektora nieruchomości.

5. Podsumowanie

Biorąc pod uwagę wszystkie aspekty polskiego rynku nieruchomości oraz rosnące zainteresowanie inwestorów, należy oczekiwać dalszego rozwoju i zwiększa-

jącej się liczby funduszy inwestujących w nieruchomości, nie tylko funduszy polskich, ale również zagranicznych. Ponadto obserwuje się dynamiczny rozwój rynku instytucji wspólnego inwestowania na obszarze Unii Europejskiej. Wśród tych funduszy znajdują się również fundusze nieruchomości, które zaliczane są do grupy funduszy typu non-UCITS i stanowią drugą co do wielkości grupę funduszy (szerzej [Gabryelczyk 2006, s. 108]). Dodatkowo jeszcze zwiększający się udział Polski w całej strukturze rynku funduszy inwestycyjnych w UE także zapowiada dalszy rozwój działalności funduszy.

Literatura

- Brueggeman W.B., Fisher J.D., *Real Estate Finance and Investments*, McGraw-Hill 2005.
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Jurek-Maciak M., *Bezpośrednie i pośrednie sposoby inwestowania na rynku nieruchomości*, „Rzeczoznawca Majątkowy” kwiecień-czerwiec 2007 nr 2 (54).
- Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (w organizacji) z siedzibą w Poznaniu.
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych KBC Indeks Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego (w organizacji).
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A BPH Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Sektora Nieruchomości.
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A Inwestor Bułgaria i Rumunia Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A KBC Indeks Światowych Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego (w organizacji).
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Serii A KBC Indeks Nieruchomości II Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.
- Prospekt emisyjny Certyfikatów Inwestycyjnych Skarbiec – Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.
- Raport roczny 2006 rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce – www.knf.gov.pl.
- Skubiszewski M., *Fundusze nieruchomości w Polsce*, „Rzeczoznawca Majątkowy”, styczeń-marzec 2005 nr 45.
- Statut KBC Indeks Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego.
- Statut KBC Indeks Światowych Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego.
- Statut Skarbiec-Rynku Mieszkaniowego Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych.

**POLISH FUNDS INVESTING IN FIXED PROPERTIES
– ANALYSIS OF THEIR ACTIVITY
AND THE ATTEMPT OF THE ASSESSMENT**

Summary

In the last years in Poland there is observed a development of the market of the fixed property, in particular in major urbanized areas. Fixed properties became the alternative form of investment in the relationship to financial instruments. Rate of the return from investment in fixed properties are similar, sometimes even deciding higher than rate of the return get from investment in shares. Funds investing in fixed properties which are more and more large and meaning investors. The aim of this paper is analysis of Polish funds investing in fixed properties and the attempt of the assessment of their activity.