

## Spis treści

<b>Słowo wstępne</b> .....	9
<b>Arkadiusz Babczuk:</b> Miękkie ograniczenia budżetowe jednostek samorządu terytorialnego .....	11
<b>Grażyna Borys:</b> Świadectwa pochodzenia jako instrument wspierający kogenerację .....	26
<b>Martina Černíková:</b> The Most Considerable Changes of the Tax Legislation in the Context of the Public Budgets Stabilization in the Czech Republic .....	35
<b>Jarosław Dziuba:</b> Wykorzystanie przychodów zwrotnych w gospodarce finansowej powiatów w Polsce .....	41
<b>Andrzej Koza:</b> Wsparcie ze środków publicznych przedsiębiorczości bezrobotnych osób niepełnosprawnych .....	53
<b>Damian Kubiak:</b> Zmiany na rynku pracowniczych programów emerytalnych w Polsce .....	62
<b>Alina Majczyńska:</b> Rola Funduszu Dopłat w realizacji programów dopłat do kredytów mieszkaniowych .....	72
<b>Martina Prskavcová:</b> Tax Policy in Taiwan (Republic of China) .....	82
<b>Ivana Šimíková:</b> Mundell-Fleming Model and Maastricht's Fiscal Convergence Criteria: Fiscal and Budgetary Stabilization Need in the Context of EMU .....	91
<b>Jana Šmídová:</b> Is Contemporary Tax Book in the Czech Republic Really Tax Book? .....	96
<b>Melania Bąk:</b> Wartości niematerialne i prawne w aspekcie prawa bilansowego i podatkowego oraz Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.....	102
<b>Zdeněk Brabec:</b> The Financial Evaluation of the Capital Project (Construction of the Minibike Circuit) .....	118
<b>Šárka Čechlovská:</b> Project Finance – an Alternative Method of Corporate Financing .....	127
<b>Marketa Dubová, Helena Jáčová, Marie Šimonová:</b> Analysis of E-learning Materials Benefits of Course „Selected Problems of Financial Management” for Different Target Groups of Users .....	132
<b>Olga Hasprová:</b> Comparison of Selected Items of Company and Insurance Company's Liabilities Balance Sheets .....	150
<b>Josef Horák:</b> Development of Czech Accounting from the End of 19 <sup>th</sup> Century until the Present Time .....	156
<b>Radana Hojná:</b> Costing and Its Usage in Product Management .....	162
<b>Helena Jáčová:</b> Assessment of Suitability of Selected Indicators for Specification of Economically Depressed Areas in the Liberec Region .....	169
<b>Joanna Kogut:</b> Wpływ zmian projektu ustawy o rachunkowości na rachunkowość jednostek gospodarczych .....	182
<b>Olga Malíková:</b> Leases of the Asset and its Depreciation – Differences in Reporting under the Czech Legislation and Standards IFRS .....	195

<b>Šárka Nováková:</b> Economic Aspects of the Ecological Risks Assessment of the Industrial Accident .....	205
<b>Magdalena Swacha-Lech:</b> Istota finansów behawioralnych .....	211
<b>Jacek Adamek:</b> PLS i jego odwzorowanie w produktach bankowości islamskiej na przykładzie kontraktu <i>musharakah</i> .....	221
<b>Elżbieta Hajduga:</b> Przegląd uwarunkowań rozwoju działalności reasekuracyjnej w Polsce .....	232
<b>Alicja Janusz:</b> Ekonomiczne przesłanki tworzenia sieci bezpieczeństwa pośredników finansowych .....	241
<b>Wojciech Krawiec:</b> Realizacja polityki inwestycyjnej polskich funduszy nieruchomości .....	252
<b>Robert Kurek:</b> Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe zakładu ubezpieczeń – nowe podejście w Solvency II .....	265
<b>Teresa Orzeszko:</b> Zasady funkcjonowania rezerw na straty kredytowe w argentyńskich bankach .....	273
<b>Beata Owczarczyk:</b> Analiza porównawcza rozwoju działalności bancassurance we Francji, w Niemczech i w Polsce .....	289
<b>Agnieszka Ostalecka:</b> Metody przewycieżania kryzysu azjatyckiego – wybrane aspekty .....	300
<b>Małgorzata Solarz:</b> Upadłość konsumencka w wybranych krajach .....	311

## Summaries

<b>Arkadiusz Babezuk:</b> Soft Budget Constraints in Municipalities .....	25
<b>Grażyna Borys:</b> Certificates of Origin as the Cogeneration Supporting Instrument .....	34
<b>Martina Černíková:</b> Istotne zmiany w prawie podatkowym w kontekście stabilizacji budżetu Republiki Czeskiej .....	40
<b>Jarosław Dziuba:</b> Implementation of Recovered Revenues in Financial Economy of Districts in Poland .....	52
<b>Andrzej Koza:</b> The Public Funds for Support of Self-employment Among Handicapped Persons .....	61
<b>Damian Kubiak:</b> Changes on the Employee Pension Programs' Market in Poland .....	71
<b>Alina Majczyna:</b> The Meaning of Subsidy Fund in Financial Programmes to Support National Housing .....	81
<b>Martina Prskavcová:</b> Polityka podatkowa na Tajwanie (Republika Chińska) .....	89
<b>Ivana Šimíková:</b> Model Mundella-Fleminga oraz fiskalne kryteria konwergencji z Maastricht: potrzeba stabilizacji fiskalnej EMU .....	95
<b>Jana Šmídová:</b> Czy współczesna książka podatkowa w Republice Czeskiej jest rzeczywiście książką podatkową? .....	101
<b>Melania Bąk:</b> Intangible Assets in View of Balance and Tax Law and International Accounting Standards .....	116
<b>Zdeněk Brabec:</b> Finansowa ocena projektu kapitałowego (konstrukcja toru do minimotocykli) .....	126

<b>Šárka Čechlovská:</b> Finansowanie projektowe jako alternatywna metoda finansowania przedsiębiorstwa .....	131
<b>Marketa Dubova, Helena Jacova, Marie Simonova:</b> Analiza korzyści materiałów kursu e-learning „Wybrane problemy zarządzania finansowego dla różnych grup docelowych użytkowników” .....	149
<b>Olga Hasprová:</b> Porównanie wybranych elementów pasywów bilansów przedsiębiorstwa i firmy ubezpieczeniowej .....	155
<b>Josef Horák:</b> Rozwój rachunkowości w Czechach od końca XIX wieku do czasów obecnych .....	161
<b>Radana Hojná:</b> Kalkulacja kosztów i jej wykorzystanie w zarządzaniu produktem .....	168
<b>Helena Jáčová:</b> Ocena stosowności wybranych czynników do wyodrębnienia regionów słabiej rozwiniętych w regionie Liberca .....	181
<b>Joanna Kogut:</b> The Influence of Changes in Accountancy Act Draft on the Accountancy of Business Entities .....	194
<b>Olga Malíková:</b> Leasing aktywów i ich amortyzacja – różnice w sprawozdawczości według ustawodawstwa czeskiego i standardów IFRS .....	204
<b>Šárka Nováková:</b> Ekonomiczne aspekty pomiaru ryzyka ekologicznego wypadków przemysłowych .....	210
<b>Magdalena Swacha-Lech:</b> The Essence of the Behavioural Finance .....	220
<b>Jacek Adamek:</b> Profit and Loss Sharing and its Representation in Islamic Banking Products Based on the Example of <i>Musharakah</i> Contract .....	231
<b>Elżbieta Hajduga:</b> A Review of Reinsurance Development Causations in Poland .....	240
<b>Alicja Janusz:</b> Economic Indications for Creating Safety Networks of Financial Intermediaries .....	251
<b>Wojciech Krawiec:</b> The Realization of Investment Policy of the Polish Investment Fund .....	264
<b>Robert Kurek:</b> Technical-Insurance Provisions of an Insurance Company – New Attitude in Solvency II .....	272
<b>Teresa Orzeszko:</b> Loan Loss Provisioning in Argentinean Banks .....	288
<b>Beata Owczarczyk:</b> Comparative Analysis of the Development of Bancassurance Activity in France, Germany, and in Poland .....	299
<b>Agnieszka Ostalecka:</b> The Methods of Asian Crisis Overcoming – Chosen Aspects .....	310
<b>Małgorzata Solarz:</b> Consumer Insolvency in Selected Countries .....	322

**Wojciech Krawiec**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## **REALIZACJA POLITYKI INWESTYCYJNEJ POLSKICH FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI**

### **1. Wstęp**

Fundusze nieruchomości – jeden z najmłodszych produktów oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych na polskim rynku – to rodzaj instytucji wspólnego inwestowania funkcjonujących na rynku nieruchomości, które stanowią przedmiot zainteresowania coraz większej liczby polskich inwestorów. I tak jak w odniesieniu do każdego produktu czy usługi finansowej, także i w tym w przypadku pojawia się wiele pytań i wątpliwości nurtujących potencjalnych inwestorów. W tym przypadku problem jest tym większy, że mimo dobrze rozwiniętego rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, sam segment funduszy nieruchomości dopiero się rozwija i jak na razie znany jest przede wszystkim inwestorom instytucjonalnym, dla których dedykowana jest część funduszy. Warto więc zastanowić się nad funkcjonowaniem funduszy nieruchomości w Polsce w sytuacji, gdy zyskują one na popularności jako alternatywna forma ochrony kapitału.

Celem niniejszego artykułu jest m.in. scharakteryzowanie funduszu nieruchomości w świetle obowiązujących przepisów prawa oraz próba klasyfikacji funkcjonujących na polskim rynku funduszy nieruchomości oparta na przyjętych przez fundusze zasadach polityki inwestycyjnej i sposobach ich realizacji. Ponadto dokonana zostanie analiza polityki inwestycyjnej wybranych funduszy na podstawie danych zawartych w ich statutach oraz praktyczna realizacja tych zapisów na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych analizowanych funduszy.

## 2. Pojęcie i klasyfikacja polskich funduszy nieruchomości

Pierwszym aktem prawnym umożliwiającym powoływanie do życia funduszy lokujących swoje aktywa w nieruchomości była ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, gruntownie znowelizowana w listopadzie 2000 r. [26]. Przez dodanie do tej ustawy rozdziału 7a stworzono podwaliny prawne do powoływania polskich funduszy nieruchomości. Fundusze te mogły być tworzone wyłącznie w formie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Obecnie na inwestycje w nieruchomości zezwala ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych [25].

Mimo że przepisy prawa dopuszczają możliwość lokowania aktywów funduszy w nieruchomości już od 7 lat, do tej pory w ustawodawstwie polskim nie pojawiła się odrębna definicja *funduszu nieruchomości*. Klasyfikacje stosowane przez firmy analityczne także nie definiują jednoznacznie pojęcia takiego funduszu. Najczęściej fundusze nieruchomości zalicza się do grupy tzw. funduszy pozostałych wraz z funduszami aktywów niepublicznych, co w pewnym sensie nie jest bez znaczenia.

Co prawda ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. określa, że jedynie fundusz inwestycyjny zamknięty<sup>1</sup> może nabywać własność lub współwłasność:

- a) nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami,
- b) budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości
- c) oraz użytkowanie wieczyste [22, art. 147],

ale nie oznacza to wcale, że fundusze inwestycyjne otwarte czy specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte nie mogą nabywać aktywów, których wartość zależna jest od koniunktury na rynku nieruchomości. Tym samym – w wyniku braku jednoznacznej definicji – nie tylko fundusze zamknięte rzeczywiście inwestujące na rynku nieruchomości mogą wykorzystywać w swoich nazwach takie słowa, jak: nieruchomości, rynek nieruchomości, sektor nieruchomości, rynek mieszkaniowy, ale także pozostałe fundusze inwestycyjne. Oczywiście sama nazwa funduszu nie powinna stanowić o jego wyborze przez potencjalnych inwestorów, ale brak czytelnej definicji może wprowadzać w błąd, chociażby odnośnie do sposobu realizacji zapisanej w statucie polityki inwestycyjnej. Sytuacja ta jest tym bardziej zaskakująca, że w ustawie znalazło się miejsce dla definicji takich szczególnych typów funduszy, jak: fundusz rynku pieniężnego, fundusz sekurytyzacyjny, fundusz aktywów niepublicznych czy wreszcie fundusz portfelowy [25, dział VII].

---

<sup>1</sup> Wyjątek może stanowić specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty stosujący zasady i ograniczenie inwestycyjne określone dla funduszu zamkniętego (art. 113 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych).

Warto podkreślić, że przepisy prawne innych krajów, poza określeniem zasad działania funduszy nieruchomości, wyodrębniają fundusze nieruchomości właśnie jako oddzielne typy funduszy. I tak:

- W Czechach ustawa o zbiorowym inwestowaniu z 2004 r. [23] zalicza fundusz nieruchomości do grupy tzw. *special funds*, a fundusz ten nosi tam nazwę *special funds trading in real estate*. Fundusz taki może funkcjonować jako *investment fund* oraz jako *open-ended unit trust* i *close-ended unit trust* [23, section 49, 53].
- Na Węgrzech ustawa o rynku kapitałowym z 2001 r. [24] wyodrębnia tzw. *real estate funds*, które jako jedyne mogą inwestować w nieruchomości [24, section 267]. Dodatkowo w ramach tych funduszy ustawa wymienia *real estate brokerage* oraz *real estate development trust* [24, section 281, 282].
- W Niemczech w ustawie modernizującej infrastrukturę rynku funduszy z 2003 r. [2] również wyodrębniono pojęcie funduszu nieruchomości, tzw. *real estate funds*. Zgodnie z niemieckim prawem fundusze nieruchomości mogą funkcjonować jako fundusze otwarte – *open-ended real estate funds*, ale także jako fundusze zamknięte *close-ended real estate funds* [2].

Ponadto coraz częściej funkcje tradycyjnych funduszy inwestycyjnych nieruchomości przejmują korzystające ze zwolnienia z podatku od przedsiębiorstw tzw. *real estate investment trust* (REIT). Podmioty te funkcjonują już w USA, Japonii, Australii, Belgii, Kanadzie, Francji, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Singapurze, Indiach i Bułgarii.

W zależności od przepisów prawa poszczególnych krajów, aby móc skorzystać z prawa do zwolnienia z podatku od przedsiębiorstw, fundusze typu REIT muszą m.in.:

- każdego roku wypłacać swoim uczestnikom minimum 90% zysku brutto w formie dywidendy,
- inwestować przynajmniej 75% aktywów w nieruchomości,
- uzyskiwać przynajmniej 75% przychodów z najmu bądź odsetek z hipotek,
- posiadać co najmniej 100 inwestorów, przy czym 50% udziałów nie powinno być w rękach mniej niż pięciu inwestorów,
- w niektórych krajach dodatkowo powinny być notowane na giełdzie [14, s. 135].

W Polsce jak na razie nie funkcjonują tego typu fundusze nieruchomości, nie są też prowadzone żadne prace nad wprowadzaniem przepisów co do ich funkcjonowania. Wszystkie fundusze inwestycyjne nieruchomości funkcjonują więc wyłącznie w oparciu o przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 r.

Na koniec października 2007 r. na polskim rynku funduszy inwestycyjnych funkcjonowało 18 funduszy określanych mianem funduszy nieruchomości. 14 z nich stanowiły fundusze zamknięte, 3 fundusze otwarte (w tym 1 w formie subfun-

duszu) oraz jeden jako specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty. 8 funduszy funkcjonowało jako fundusze niepubliczne zwane także funduszami dedykowanymi, pozostałe występowały jako fundusze publiczne. Wśród funduszy publicznych certyfikaty 6 z nich były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Liczbowo fundusze nieruchomości stanowiły zaledwie 5% ogółu wszystkich zarejestrowanych funduszy inwestycyjnych, natomiast pod względem wartości aktywów netto (4 mld zł) ich udział w rynku wynosił zaledwie 2,88%<sup>2</sup>.

Na podstawie analizy zasad polityki inwestycyjnej funduszy nieruchomości przedstawionych w statutach polskie fundusze nieruchomości można podzielić na trzy grupy:

1. Fundusze, których głównym przedmiotem lokat są nieruchomości nabywane za pośrednictwem spółek celowych. Do tej grupy należą:

- ALFA Real Estate Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (d. FIZ Sektora Nieruchomości 1);
- Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- BPH Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości;
- Citi Living Polska Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych;
- ST PAUL'S Investments Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- SOWINIEC Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- CCI Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 2;
- Opera Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- Skarbiec – Rynku Mieszkaniowego Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- Skarbiec – Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.

2. Fundusze, których głównym przedmiotem lokat są akcje i udziały spółek z sektora nieruchomości i budownictwa. Do tej grupy zalicza się:

- BPH Fundusz Inwestycyjny Otwarty Nieruchomości Europy Wschodzącej;
- ING Parasol SFIO Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus;
- Skarbiec Sektora Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Otwarty;
- Fundusz Inwestycyjny Otwarty Subfundusz UniSektor Nieruchomości: Nowa Europa.

3. Fundusze, których głównym przedmiotem lokat są tytuły uczestnictwa innych instytucji wspólnego inwestowania. Ich wartość zależna jest od sytuacji na rynku nieruchomości, w tym zagranicznych funduszy nieruchomości. Do tej grupy należą:

---

<sup>2</sup> Dane na koniec września 2007 r. na podstawie danych towarzystw funduszy inwestycyjnych.

- KBC Index Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- KBC Index Światowych Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty;
- KBC Index Nieruchomości II Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.

Jak można zauważyć, grupą najbardziej zbliżoną do typowych funduszy nieruchomości, znanych z innych rynków finansowych, jest grupa pierwsza. Co prawda fundusze te nie nabywają nieruchomości bezpośrednio, tylko za pośrednictwem innych podmiotów, ale to one są najczęściej założycielem tych spółek, a ich głównym celem jest wyłącznie uzyskiwanie dochodu z najmu nieruchomości, jak i wzrostu wartości tych aktywów w przyszłości. Ponadto występują one w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych, które wedle ustawy o funduszach inwestycyjnych jako jedyne mają prawo nabywać prawa własności lub współwłasności nieruchomości.

### **3. Realizacja polityki inwestycyjnej w praktyce na przykładzie wybranych funduszy nieruchomości**

Zgodnie z zapisami ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz inwestycyjny zamknięty lokujący swoje aktywa w nieruchomości:

- może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji [25, art. 148 ust. 1];
- może nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości [25, art. 148 ust. 1];
- nie może przeznaczyć więcej niż 25% wartości aktywów funduszu łącznie na nabycie jednego z przedmiotów lokat, o których mowa w art. 147 ust. 1 oraz na inwestycje w ten przedmiot [25, art. 148 ust. 4]<sup>3</sup>;
- nie może nabyć nieruchomości oraz użytkowania wieczystego w liczbie mniejszej niż cztery [25, art. 148 ust. 2];
- obowiązany jest nabyć wszystkie nieruchomości zgodnie z określonymi w statucie zasadami dywersyfikacji w terminie 24 miesięcy od dnia rejestracji z zastrzeżeniem, gdy funkcjonuje jako fundusz aktywów niepublicznych, dla którego termin ten wynosi 36 miesięcy [25, art. 148 ust. 3, art. 197 ust. 2].

---

<sup>3</sup> Przez inwestycje rozumie się budowę lub remont w rozumieniu Ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane, DzU 2003 nr 207, poz. 2016, z późn. zm. [25, art. 148 ust. 5].



Jak już wspomniano, fundusz inwestycyjny zamknięty nie może bezpośrednio<sup>4</sup> nabywać nieruchomości, tak więc transakcje na rynku nieruchomości przeprowadzane są najczęściej przez fundusze inwestycyjne za pośrednictwem spółek celowych. Najczęściej są to spółki komandytowo-akcyjne (SKA), które jako spółki osobowe są podatkowo przezroczyste, tzn. podatki płacą ich właściciele: akcjonariusz i komplementariusz. Jeśli więc fundusz inwestycyjny zamknięty, ustawowo zwolniony z podatku, obejmie 99% akcji takiej spółki, wtedy musi zapłacić tylko podatek przypadający na pozostałe udziały komplementariuszy, czyli 0,19%. Ponadto komplementariuszem zarządzającym SKA czyni się spółkę z o.o. należącą do funduszu [13, s. 12].

Takie rozwiązanie powoduje, że część funduszy inwestycyjnych nieruchomości opiera się na regulacjach prawnych dotyczących funduszy aktywów niepublicznych, nie zaś *stricto* funduszy nieruchomości. Ponadto tak funkcjonujący fundusz nieruchomości może nabywać wszystkie nieruchomości w terminie 36 miesięcy od dnia swojej rejestracji w przeciwieństwie do sytuacji, gdyby funkcjonował w oparciu o przepisy odnoszące się do typowego funduszu inwestycyjnego zamkniętego inwestującego na rynku nieruchomości. Wydłużenie o dodatkowe 12 miesięcy czasu nabycia wszystkich nieruchomości daje zarządzającym funduszem szansę na dokładniejszą analizę nabywanych nieruchomości, a tym samym na lepszą dywersyfikację portfela lokat funduszu.

Za wymienione fundusze aktywów niepublicznych uznaje się takie fundusze, które lokują co najmniej 80% wartości swoich aktywów w aktywa inne niż:

- papiery wartościowe będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, chyba że papiery wartościowe stały się przedmiotem publicznej oferty lub zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym po ich nabyciu przez fundusz;
- instrumenty rynku pieniężnego, chyba że zostały wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszu [25, art. 196].

Warte podkreślenia jest także to, iż ze względu na nie do końca jasne przepisy prawa odnośnie do powstawania obowiązku podatkowego w sytuacji zamiany akcji spółek na certyfikaty inwestycyjne, fundusze aktywów niepublicznych stały się przedsięwzięciem umożliwiającym odroczenie obowiązku podatkowego z tytułu zarówno podatku od zysków kapitałowych, jak i podatku od zysków operacyjnych. [13, s. 12]. Przyczyniło się to do powstania kilku funduszy aktywów niepublicznych, w tym funduszy nieruchomości. Najlepszym tego przykładem było objęcie certyfikatów inwestycyjnych funduszu Alfa Real Estate FIZ za akcje spółki dewe-

---

<sup>4</sup> W projekcie nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych z marca 2007 r. przewiduje się możliwość wnoszenia do funduszu zamkniętego nieruchomości, budynków i lokali oraz użytkowania wieczystego, co powinno się przyczynić do rozwoju rynku funduszy nieruchomości, ale także umożliwić nabywanie nieruchomości bezpośrednio przez fundusz z pominięciem spółek celowych.

loperskiej JWK Inwest SA, a następnie przekształcenie tejże spółki w spółkę komandytowo-akcyjną, której głównym udziałowcem został fundusz i jednocześnie poprzez którą stał się współwłaścicielem czterech nieruchomości komercyjnych.

Na koniec października 2007 r. funkcjonowanie 11 z 18 funduszy nieruchomości opierało się na zapisach art. 147-150 oraz art. 196-199 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Fundusze te realizowały przyjętą politykę inwestycyjną poprzez nabywanie udziałów i akcji w spółkach celowych, za pośrednictwem których stawały się współwłaścicielami nieruchomości. Spośród funduszy, które funkcjonowały na rynku dłużej niż 12 miesięcy i udostępniły swoje roczne bądź półroczne sprawozdanie finansowe, tylko jeden fundusz był bezpośrednim właścicielem nieruchomości. Był to najstarszy na polskim rynku Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ. Fundusz ten posiadał cztery działki w Lublinie, których udział w wartości aktywów netto stanowił zaledwie 0,15%.

Tabela 1. Zasady polityki inwestycyjnej oraz skład portfela lokat wybranych funduszy nieruchomości nabywających nieruchomości za pośrednictwem spółek celowych (stan na 31.10.2007 r.)

Fundusz					
Zasady polityki inwestycyjnej przedstawione w prospekcie (statucie)			Składniki lokat		
Współwłasność nieruchomości					
Stopy zwrotu					
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ (publiczny GPW) – 2004					
Minimum 50% portfela stanowić będą nieruchomości biurowe, pozostałą część – nieruchomości handlowe, magazynowe i mieszkaniowe. Udział nieruchomości mieszkaniowych będzie ograniczony do 25%. Przynajmniej 1/4 aktywów funduszu zostanie ulokowana w Warszawie i okolicach; kolejne 25% lub więcej w innych miastach wojewódzkich. Nie więcej niż 20% aktywów funduszu może zostać zainwestowane w Czechach i na Węgrzech. Fundusz będzie nabywał nieruchomości wybudowane i wynajęte.			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcje 12 spółek komandytowo-akcyjnych – 41,35% (188,7 mln zł)</li> <li>• Udziały w 31 spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością – 22,33% (101,4 mln zł)</li> <li>• Nieruchomości – 4 działki w Lublinie – 0,15% (0,66 mln zł)</li> </ul>		
Większość inwestycji funduszu to nieruchomości komercyjne – są to głównie biurowce (10 obiektów zlokalizowanych w Warszawie, Wrocławiu, Łodzi, Poznaniu i Gdyni), a także trzy centra handlowo-usługowe (Warszawa, Łomża, Olsztyn) i jedno centrum logistyczne (Bronisze k. Warszawy). Fundusz występuje także jako współinwestor czterech projektów mieszkaniowych – dwóch projektów deweloperskich w Krakowie (Salwator City) i dwóch w Warszawie (Sawa Apartments Wilanów).					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
11,29%	11,29%	16,47%	22,97%	39,61%	45,04%
BPH FIZ Sektora Nieruchomości (publiczny GPW) – 2005					
Środki funduszu lokowane są w ramach dwóch portfeli. Portfel nieruchomości, ma po 2 roku działalności stanowić min 50% aktywów, po 3 roku 70% aktywów i przynajmniej 80% aktywów w możliwie najdłuższym czasie. Na portfel aktywów docelowych składają się głównie nieruchomości biurowe (45%), handlowe (35%) oraz magazynowe (15%). W skład portfela aktywów płynnych będą wchodzić dłużne			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcje 16 spółek komandytowo-akcyjnych – 90,55% (357,7 mln zł)</li> <li>• Udziały w 2 spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością – 6,81% (26,9 mln zł)</li> </ul>		

papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, depozyty i waluty.					
Dotychczas fundusz nabył spółkę Norske Byggekløsser sp. z o.o., do której należy budynek biurowy Viking House w Warszawie, dokonał czterech transakcji zakupu budynków biurowych położonych na Mokotowie w Warszawie, zakupił od grupy prywatnych inwestorów irlandzkich Centrum Handlowe „Okęcie” w Warszawie oraz nabył od grupy prywatnych inwestorów holenderskich trzy obiekty handlu detalicznego zlokalizowane w Katowicach, Chorzowie i Bolesławcu.					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
13,96%	13,96%	11,62%	18,02%	20,33%	20,86%
<b>ALFA Real Estate FIZ (niepubliczny, d. FIZ Sektora Nieruchomości 1) - 2006</b>					
Przynajmniej 80% aktywów funduszu ulokowane zostanie w sektorze nieruchomości, przede wszystkim w instrumenty finansowe niedopuszczone do publicznego obrotu na rynku regulowanym oraz niebędące przedmiotem publicznej oferty, emitowane przez podmioty, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości, a także udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości.					
<ul style="list-style-type: none"> <li>Akcje 1 spółki komandytowo-akcyjnej – 99,75% (155,6 mln zł)</li> </ul>					
Nowoczesne obiekty handlowo-rozrywkowe, Alfa w Gdańsku, Olsztynie i Białymstoku.					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
1,96%	-48,33%	-48,93%	-34,52%	2,45%	-34,52
<b>FIZ Sektora Nieruchomości 2 (niepubliczny) – 2006</b>					
Przynajmniej 80% aktywów funduszu ulokowane zostanie w sektorze nieruchomości, przede wszystkim w instrumenty finansowe niedopuszczone do publicznego obrotu na rynku regulowanym oraz niebędące przedmiotem publicznej oferty, emitowane przez podmioty, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości, a także udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości.					
brak danych					
Bd					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
-0,16%	-0,16%	1,05%	124,97%	bd	124,97%
<b>Skarbiec – Rynku Mieszkaniowego FIZ (niepubliczny) – 2005</b>					
Nie mniej niż 75% zarządzanych środków fundusz zainwestuje w akcje spółek akcyjnych, komandytowo-akcyjnych oraz udziały spółek z o.o., których działalność obejmuje inwestowanie oraz obrót na polskim rynku nieruchomości, głównie w segmencie budownictwa mieszkaniowego. W ciągu pierwszych i ostatnich 12 miesięcy trwania udział wymienionych lokat może spaść poniżej 75%. Pozostała część środków (portfel płynny) będzie lokowana w dłużne papiery wartościowe					
<ul style="list-style-type: none"> <li>Akcje 5 spółek komandytowo-akcyjnych (CORE DEVELOPMENT 1-4) nienotowanych na aktywnym rynku – 16,59% (12,67 mln zł)</li> <li>Dłużne papiery wartościowe – 35,24% (26,9 mln zł)</li> <li>40 weksli spółek komandytowo-akcyjnych CORE DEVELOPMENT – 43,33% (33,0 mln zł)</li> </ul>					
Bd					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
bd	3,80%	9,47%	19,52%	bd	24,34%

Skarbiec – Rynku Nieruchomości FIZ (publiczny GPW) – 2004					
Nie mniej niż 60% zarządzanych środków fundusz zainwestuje w akcje spółek akcyjnych, komandytowo-akcyjnych oraz udziały spółek z o.o., których działalność obejmuje inwestowanie oraz obrót na polskim rynku nieruchomości, głównie w segmencie budownictwa mieszkaniowego. W ciągu pierwszych i ostatnich 12 miesięcy trwania udział wymienionych lokat może spaść poniżej 60%. Pozostała część środków (portfel płynny) będzie lokowana w dłużne papiery wartościowe		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcje 9 spółek komandytowo-akcyjnych (SKARBIEC NIERUCHOMOŚCI 1-9) nienotowanych na aktywnym rynku – 62,5% (79,7 mln zł)</li> <li>• Dłużne papiery wartościowe – 24,38% (31,1 mln zł)</li> <li>• Udziały w 9 spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością – 0,49% (0,6 mln zł)</li> <li>• 4 weksle spółki komandytowo-akcyjnej SKARBIEC NIERUCHOMOŚCI 6-4,49% (5,7 mln zł)</li> </ul>			
Na koniec 2006 r. wśród projektów realizowanych przez fundusz znajdowały się: wielorodzinny budynek mieszkalny Nowy Imielin na Ursynowie w Warszawie (130 mieszkań), kompleks mieszkalny z zabudową o charakterze tzw. małych domów mieszkalnych Brzozowy Park w Józefosławiu k. Warszawy (gm. Piaseczno – 173 lokale), zespół mieszkaniowy Królewskie Przedmieście w Warszawie (Wilanów – ok. 430 mieszkań), projekt Bugaj na Starym Mieście w Warszawie (budynek apartamentowy – ok. 10 mieszkań), projekt Kapelanka I, II i III w Krakowie (zespół mieszkalno-apartamentowo-usługowy – ok. 300 mieszkań) i projekt Widok w Szczecinie (ok. 240 mieszkań)					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
bd	5,12%	10,72%	27,45%	33,19%	36,81%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych funduszy [18; 19; 20; 21; 22] oraz [15].

Pozostałe analizowane fundusze posiadały w swoich portfelach wyłącznie akcje i udziały w spółkach celowych, bądź dłużne papiery wartościowe. W większości przypadków portfele inwestycyjne składały się z dwóch części – portfela nieruchomości (60-80%) oraz portfela aktywów płynnych (20-40%).

Największy udział dłużnych papierów wartościowych przypadł na fundusze Skarbiec – Rynku Mieszkaniowego – 35,24% oraz Skarbiec – Rynku Nieruchomości – 24,38%. W pierwszym przypadku wartość ta przewyższała poziom zakładany dla portfela aktywów płynnych, co może świadczyć o tym, że fundusz ten nie zakończył jeszcze procesu konstruowania docelowego portfela aktywów.

W przypadku wymienianego już funduszu nieruchomości Alfa Real Estate FIZ udział instrumentów finansowych niedopuszczonych do publicznego obrotu w portfelu funduszu zdecydowanie przekraczał 80%. Było to właśnie wynikiem wniesienia do funduszu akcji spółki deweloperskiej JWK-Invest SA przekształconej następnie w spółkę komandytowo-akcyjną.

Należy podkreślić, iż zarówno wybór nieruchomości, jak i jej lokalizacja odgrywają ważną rolę w procesie zarządzania funduszem nie tylko ze względu na uzyskiwanie stałych zysków z najmu lokali, ale także ze względu na proces wyjścia z inwestycji. Otóż znaczna część funduszy nieruchomości została utworzona na czas określony i wraz ze zbliżaniem się terminu likwidacji zarządzający staną przed problemem sprzedaży posiadanych nieruchomości. Nie trzeba dodawać, że wzrost wartości

rynkowej tychże aktywów powiększy wartość aktywów likwidowanego funduszu.

Tabela 2. Zasady polityki inwestycyjnej oraz skład portfela lokat pozostałych funduszy nieruchomości (stan na 31.10.2007 r.)

Fundusz					
Zasady polityki inwestycyjnej przedstawione w prospekcie (statucie)			Składniki lokat		
<b>Stopy zwrotu</b>					
<b>ING Parasol SFIO Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus – 2007</b>					
Przeciętnie 50% (od 30 do 70%) aktywów subfunduszu stanowią będą akcje spółek działających w sektorze budownictwa i nieruchomości. Pozostała część portfela lokowana będzie głównie w skarbowe papiery dłużne. Do 20% portfela może być lokowane w CI polskich funduszy nieruchomości.			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcje 39 spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych w Warszawie (31), Wiedniu (5), Paryżu (1), Pradze (1), Talinie (1) - 44,92% (1,02 mld zł)</li> <li>• Prawa do akcji 3 spółek – 0,96% (21,8 mln zł)</li> <li>• Dłużne papiery wartościowe – 28,31% (645,4 mln zł)</li> </ul>		
GTC – 5,34%, POLIMEX-MOSTOSTAL – 4,06%, PBG – 3,96%, ORBIS – 3,53%, CERSANIT – 3,48%, ECHO – 3,10%, DOM DEVELOPMENT – 2,41%, IMMOEAST – 2,05%, MEINL EUROPEAN LAND – 1,52%, BARLINEK – 1,34%, ULMA – 1,30%, ORCOGROUP – 1,25%, WIE-NERBERGER – 1,23%, POLNORD – 1,04%					
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
0,04%	-2,40%	-6,02%	bd	bd	11,70%
<b>KBC Index Nieruchomości FIZ (publiczny GPW) – 2005</b>					
Aktywa w całości są inwestowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez Fund Partners Kredyt Bank Europe Real Estate 1 – subfundusz z gwarantowanym kapitałem funduszu inwestycyjnego Fund Partners (Luksemburg). Inwestycje subfunduszu są dzielone na dwie części. Pierwsza z nich ma na celu ochronę kapitału inwestorów, druga zaś przeznaczona jest na osiągnięcie zysku uzależnionego od zmiany indeksu EPRA (Europe Public Real Estate Index)			<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1 152 422 tytuły uczestnictwa FUND PARTNERS KREDYT BANK EUROPE REAL ESTATE – 98,81% (152, 9 mln zł)</li> </ul>		
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
-2,76%	-9,12%	-18,30%	1,28%	bd	20,64%
<b>KBC Index Światowych Nieruchomości FIZ (publiczny GPW) – 2006</b>					
Aktywa w całości są inwestowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez Fund Partners Kredyt Bank Global Real Estate 1 – subfundusz z gwarantowanym kapitałem Fund Partners (Luksemburg). Inwestycje subfunduszu są dzielone na dwie części. Pierwsza z nich ma na celu ochronę kapitału inwestorów, druga zaś przeznaczona jest na osiągnięcie zysku uzależnionego od zmian indeksów EPRA (Europe Public Real Estate Index) oraz TSEREIT (Tokyo Stock Exchange REIT Index).			<ul style="list-style-type: none"> <li>• 3 489 333 tytuły uczestnictwa FUND PARTNERS KREDYT BANK GLOBAL REAL ESTATE 1 – 99,70% (394,4 mln zł)</li> </ul>		
1M	3M	6M	1Y	2Y	OPR
-0,20%	-7,96%	-13,36%	4,02%	bd	4,02%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych funduszy [11; 16; 17].

Pozostałe fundusze lokują aktywa na rynku nieruchomości w sposób pośredni, poprzez nabywanie akcji i udziałów spółek z sektora nieruchomości i budownictwa bądź tytułów uczestnictwa emitowanych przez inne fundusze inwestycyjne.

Z 7 istniejących funduszy 4 funkcjonują jako fundusze otwarte, natomiast 3 jako fundusze zamknięte. Spośród 3 otwartych funduszy nieruchomości utworzonych w 2007 r. jeden powstał z przekształcenia z funduszu obligacji, pozostałe to nowe przedsięwzięcia powierników.

Zgodnie z założeniami polityki inwestycyjnej głównym składnikiem lokat otwartych funduszy inwestycyjnych powinny być akcje spółek notowanych na europejskich giełdach papierów wartościowych z sektora nieruchomości, budownictwa, materiałów budowlanych a w jednym przypadku także hotelarstwa. Udział akcji w portfelu lokat może się wahać aż od 30 do 85%, w zależności od koniunktury na rynku. Pozostałą część lokat stanowić powinny dłużne papiery wartościowe.

W portfelu inwestycyjnym jedynego analizowanego funduszu otwartego, który opublikował sprawozdanie finansowe za 6 miesięcy 2007 r., udział akcji wynosił prawie 45%, natomiast dłużnych papierów wartościowych 28% (obligacje i bony skarbowe).

Jeśli chodzi o fundusze zarządzane przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych KBC S.A., to są to typowe fundusze funduszy. Ich aktywa są w całości inwestowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusze instytucji wspólnego lokowania Fund Partners z Luksemburga. Lokaty subfunduszy Fund Partners dzielone są na dwie części, z których jedna ma na celu ochronę kapitału inwestorów, druga zaś jest uzależniona od zmian indeksów ERPA oraz TSEREIT.

#### 4. Podsumowanie

Rynek funduszy inwestycyjnych nieruchomości w Polsce ma krótką historię, pierwszy bowiem taki fundusz powstał dopiero w 2004 r., choć przepisy ustawy o funduszach umożliwiały tworzenie takich podmiotów już w 2000 r. Do tej pory nie udało się skonstruować jasnej definicji funduszu nieruchomości ani żadnych wytycznych, które stanowiłyby o tym, że dany fundusz może być uznany za fundusz nieruchomości. Stwarza to sytuację, w której istnieje m.in. dobrowolność w nazewnictwie funduszy, a jedną z form sprawdzenia, czy dany fundusz inwestycyjny nie jest przypadkiem funduszem nieruchomości tylko z nazwy, jest analiza polityki inwestycyjnej takiego funduszu.

Przeprowadzona analiza polityki inwestycyjnej i składu portfela wybranych funduszy nieruchomości pokazuje, że zdecydowana większość polskich funduszy nieruchomości funkcjonuje i realizuje swoją politykę inwestycyjną, opierając się na przepisach odnoszących się do funduszy aktywów niepublicznych. Główną determinantą takiego rozwiązania jest to, że fundusze inwestycyjne nie mogą nabywać nieruchomości bezpośrednio, lecz tylko za pośrednictwem utworzonych do tego

spółek celowych. Ma to oczywiście wpływ na skład portfeli inwestycyjnych tychże funduszy. W przeważającej części znajdują się w nich akcje i udziały spółek komandytowo-akcyjnych, których głównym składnikiem lokat są nieruchomości. Dotyczy to zarówno funduszy dedykowanych, jak i publicznych, z tym, że w przypadku tych pierwszych skład portfela lokat, a pośrednio posiadanych nieruchomości, zależy w dużej mierze od głównego uczestnika funduszu, który najczęściej objął certyfikaty inwestycyjne w zamian za posiadane przez siebie akcje, udziały bądź nieruchomości.

Największym zainteresowaniem wśród funduszy cieszą się wszelkie nieruchomości komercyjne, mniejszym nieruchomości mieszkaniowe, z wyjątkiem funduszy rynku mieszkaniowego.

Pozostałe fundusze nieruchomości, w tym fundusze otwarte oraz 3 fundusze zamknięte należące do KBC TFI SA są pośrednimi inwestorami na rynku nieruchomości. Tym samym nie dotyczą ich zasady dywersyfikacji odnoszące się do funduszy inwestujących w nieruchomości, przedstawione w art. 148-149 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Reasumując – można mieć nadzieję, że wraz z rozwojem rynku funduszy inwestycyjnych nieruchomości nastąpią zmiany w przepisach prawa, które umożliwią funduszom m.in. bezpośrednie nabywanie nieruchomości i praw z nich wynikających, co zwiększy przejrzystość ich funkcjonowania dla mniej doświadczonych inwestorów i spowoduje, że towarzystwa chętniej będą powoływać do życia publiczne fundusze nieruchomości. Ponadto należy się liczyć z tym, że z czasem i na polskim rynku finansowym dojdzie do standaryzacji przepisów dotyczących funkcjonowania funduszy nieruchomości, tak jak to ma miejsce w innych krajach.

## Literatura

- [1] Buczek T., *Fundusze nieruchomości nowy instrument na polskim rynku funduszy inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 11(179).
- [2] Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) vom 15. Dezember 2003.
- [3] <http://www.arka.pl>.
- [4] <http://www.bankier.pl>.
- [5] <http://www.bphtfi.pl>.
- [6] <http://www.copernicus-tfi.pl>.
- [7] <http://www.ingtfi.pl>.
- [8] <http://www.kbctfi.pl>.
- [9] <http://www.skarbiec.pl>.
- [10] <http://www.union-investment.pl>.
- [11] ING Subfundusz Budownictwa i Nieruchomości Plus. Jednostkowe sprawozdanie finansowe za okres sześciu miesięcy zakończony dnia 30 czerwca 2007.
- [12] Krawiec W., *Fundusze aktywów niepublicznych – regulowana forma funduszy private equity/venture capital*, [w:] *Finanse i rachunkowość – teoria i praktyka*, red G. Borys, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1186, AE, Wrocław 2007.

- [13] Karnaszewski P., *Wehikul dla bogatych*, „Forbes” 2007 nr 9.
- [14] Leszczuk A., *Fundusze nieruchomości*, [w:] *Inwestycje finansowe*, red. K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek, CedeWu, Warszawa 2007.
- [15] Miziołek T., *1000 dni fundusz*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007 nr 9(201).
- [16] Raport półroczny KBC Index Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2007 r.
- [17] Raport półroczny KBC Index Światowych Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2007.
- [18] Sprawozdanie finansowe Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości Fundusz Inwestycyjny Zamknięty za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2007 roku.
- [19] Sprawozdanie finansowe Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Sektora Nieruchomości 1 za rok obrotowy 2006.
- [20] Sprawozdanie finansowe BPH Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Sektora Nieruchomości za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2007.
- [21] Sprawozdanie finansowe Skarbiec - Rynku Mieszkaniowego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2007.
- [22] Sprawozdanie finansowe Skarbiec - Rynku Nieruchomości Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2007.
- [23] The Act on Collective Investment dated 25th May 2004.
- [24] The Act CXX of 2001 on the Capital Market.
- [25] Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004 nr 146, poz. 1546; 2005 nr 83, poz. 719; nr 183, poz. 1537 i 1538; nr 184, poz. 1539; 2006 r. nr 157, poz. 1119; 2007 nr 112, poz. 796.
- [26] Ustawa z dnia 27 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2002 nr 49, poz. 448; nr 141, poz. 1178; 2003 nr 124, poz. 1151.

## **THE REALIZATION OF INVESTMENT POLICY OF THE POLISH INVESTMENT FUND**

### **Summary**

The aim of this article is to present the realization of investment policy of the Polish investment fund. The subjects are real estate funds functioning based on the art. 147-150 and the art. 196-199 of the Act of Investment Funds dated 27th May 2004 and the other investment funds, which indirectly reap a profit from real estate market.

In this article, the author describes the Polish real estate funds and classifies them basing on their investment policy. Moreover, he characterizes their investment policy and presents the composition of theirs portfolios. The author introduces the legal form of real estate funds in Germany, the Czech Republic, and Hungary.