Sławomir Antkiewicz
Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

WYCENY CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI DZIAŁAJĄCYCH W POLSCE W OKRESIE ZAWIROWAŃ NA RYNKACH FINANSOWYCH

Wstęp

Sytuacja, w jakiej znalazł się rynek nieruchomości w Polsce w latach 2007–2009 była niekorzystna. Zauważalnie wpłynął na niego, jak i na całą polską gospodarkę, kryzys światowy. Dodatkowo został dotknięty skomplikowaną sytuacją wynikającą z gwałtownego wzrostu cen w latach 2005–2007. Celem niniejszego artykułu jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy wydarzenia te miały wpływ na fundusze wyceny inwestujących na rynku nieruchomości. Główną tezą artykułu jest stwierdzenie, że funkcjonujące w Polsce fundusze nieruchomości można podzielić na trzy grupy, zależnie od kształtowania się wycen ich certyfikatów inwestycyjnych w relacji do stanu koniunktury na polskim rynku kapitałowym. Pierwszą grupę stanowią fundusze ujemnie skorelowane z rynkiem akcji, drugą – fundusze skorelowane – dodatnio, trzecią zaś fundusze o zmiennej korelacji. Należy jednak podkreślić, że pojęcie korelacji ma tu charakter umowny – ze względu na niską częstotliwość podawania wycen certyfikatów inwestycyjnych funduszy nieruchomości oraz ze względu na zróżnicowanie okresów, z których fundusze podają wyceny, a także biorąc pod uwagę niską płynność certyfikatów inwestycyjnych na rynku wtórnym, która powoduje, że wyceny często mają charakter przypadkowy (Krupa 2008), nie jest możliwe precyzyjne obliczenie współczynników korelacji pomiędzy wycenami certyfikatów a indeksami giełdowymi. Ograniczone ramy opracowania powodują, że w artykule pokazane zostaną jedynie trendy kształtowania się wycen certyfikatów wszystkich funduszy nieruchomości, które funkcjonowały w Polsce w okresie kryzysu finansowego w latach 2007–2008.

Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto, że kryzys finansowy na polskim rynku akcji rozpoczął się w sierpniu 2007 r., kiedy to zaobserwowano niespotykane od lat spadki głównych indeksów giełdowych, zaś zakończenie kryzysu nastąpiło wraz z rozpoczęciem 2009 r. (Antkiewicz 2008). 2009 r. uznawany jest bowiem przez większość analityków za okres ożywienia, a przynajmmniej stabilizacji na rynku kapitałowym.

1. Wyniki funduszy ujemnie skorelowanych z rynkiem akcji

1.1. Fundusz ARKA BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ

Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ był pierwszym polskim funduszem zamkniętym działającym na rynku nieruchomości (Szelągowska 2008). Subskrypcja certyfikatów odbyła się w maju i czerwcu 2004 r. Inwestorzy indywidualni i instytucjonalni objęli całą dostępną pulę certyfikatów funduszu o łącznej wartości 339,5 mln PLN. W tabeli 1 przedstawiono wyniki funduszu od początku jego działalności do stycznia 2010 r.

Od początku swojej działalności wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny wzrosła o **56,90%** (w okresie od 30.09.2004 r. do 29.01.2010 r.).

Tabela 1. Wycena funduszu ARKA BZ WBK

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2004.09.30	98,33
2004.12.31	99,511
2005.03.31	100,51
2005.06.30	101,05
2005.09.30	100,77
2005.12.30	102,07
2006.03.31	103,24
2006.06.30	102,11
2006.09.29	114,41
2006.12.29	120,94
2007.03.30	120,79
2007.06.29	126,42
2007.09.28	140,69
2007.12.28	162,86
2008.03.31	168,31
2008.06.30	177,93

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2008.09.30	175,70
2008.12.31	180,15
2009.03.31	169,75
2009.06.30	165,18
2009.07.31	160,90
2009.10.30	163,73
2010.01.29	154,28

Źródło: Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, http://www.arka.pl/11944 [dostęp: 04.02.2010].

Wyróżniony w tabeli 1 przedział wskazuje okres kryzysu finansowego, który dotarł do Europy w sierpniu 2007 r. i powodował spadki większości wskaźników aż do końca 2008 r. Stopa zwrotu w poszczególnych fazach kształtowała się następująco:

- 3,84% w początkowym okresie obejmującym prawie dwa lata działalności (od września 2004 r. do czerwca 2006 r.),
- 22,97% w fazie poprzedzającej kryzys (od września 2006 r. do września 2007 r.),
- 28,05% w fazie trwania kryzysu (od września 2007 r. do końca 2008 r. – obszar wyróżniony w tabeli 1),
- 14,35% w okresie stabilizacji (od początku 2009 r. do stycznia 2010 r.).

Wyceny certyfikatów funduszu rosły najbardziej dynamicznie w okresie, gdy kryzys finansowy czynił największe spustoszenie w portfelach klasycznych funduszy inwestujących na rynku kapitałowym. Z kolei 2009 r., który został uznany za rok stabilizacji na rynkach finansowych, a na rynku krajowym za rok lekkiego ożywienia, przyniósł pierwsze spadki wartości certyfikatów inwestycyjnych. Można zatem stwierdzić, że wyceny certyfikatów analizowanego funduszu były ujemnie skorelowane z koniunkturą na rynku kapitałowym.

1.2. Fundusz Skarbiec Rynku Nieruchomości

Skarbiec Rynku Nieruchomości był drugim utworzonym w Polsce zamkniętym funduszem operującym na rynku nieruchomości. Fundusz ten jest kierowany przede wszystkim do:

- inwestorów instytucjonalnych oraz osób fizycznych skłonnych do dywersyfikacji portfela oszczędności,
- osób zainteresowanych długookresową inwestycją (minimum pięć lat), charakteryzującą się stopą zwrotu opartą na rentowności projektów deweloperskich.

Tabela 2. Notowania funduszu Skarbiec Rynku Nieruchomości

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2004.11.04	1 005,18
2005.01.31	1 013,85
2005.04.29	1 022,93
2005.07.29	1 027,12
2005.10.31	1 032,23
2005.12.31	1 025,00
2006.01.31	1 042,52
2006.04.28	1 047,22
2006.07.31	1 073,41
2006.10.31	1 120,05
2007.01.31	1 235,54
2007.04.30	1 301,45
2007.06.29	1 299,22
2007.07.31	1 368,06
2007.10.31	1 446,54
2008.01.31	1 484,84
2008.04.30	1 565,18
2008.06.04	1 564,11
2008.07.31	1 611,63
2008.10.31	1 582,79
2009.01.30	1 613,23
2009.04.30	1 590,12
2009.06.23	1 490,11
2009.07.31	1 495,58
2009.10.30	1 503,63
2010.01.29	1 505,86

Źródło: notowania funduszu Skarbiec, http://www.skarbiec.pl/dla_klientow/notowania [dostęp: 04.02.2010].

Wyniki funduszu od początku jego działalności na polskim rynku do stycznia 2010 r. przedstawiono w tabeli 2. Podobnie jak w przypadku funduszu ARKA, analiza wartości stopy zwrotu dokonana zostanie w czterech okresach:

- 6,79% w początkowym okresie (obejmującym czas od powstania w listopadzie 2004 r. do końca lipca 2006 r.),
- 27,45% w okresie poprzedzającym kryzys (od sierpnia 2006 r. do lipca 2007 r.),
- 11,52% w okresie trwania kryzysu (od października 2007 r. do stycznia 2009 r. – obszar wyróżniony w tabeli 2),
- 6,66% w okresie stabilizacji (od stycznia 2009 r. do stycznia 2010 r.).

Wycena aktywów funduszu jest dokonywana nieregularnie w cyklach jedno-, dwu- lud trzymiesięcznych. Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 2, wystąpienie kryzysu w Europie zbiegło się w czasie ze zmniejszoną dynamiką wzrostu wartości certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Jednakże nadal zachowany był trend wzrostowy – nie nastąpiło załamanie notowań, a jedynie zwolnienie dynamiki. Podobnie jak w ARKA BZ WBK Funduszu Nieruchomości, 2009 r., który został uznany za rok stabilizacji na rynkach finansowych, przyniósł spadki wartości certyfikatów inwestycyjnych.

1.3. Fundusz BPH FIZ Sektora Nieruchomości

Fundusz BPH FIZ Sektora Nieruchomości inwestuje jedynie w stabilne i rokujące znaczne zyski nieruchomości. Są to głównie nieruchomości biurowe, centra handlowe i obiekty magazynowe. Odpowiedni dobór nieruchomości do funduszu zapewnia stałe przychody z tytułu długoterminowych umów najmu. Dzięki temu możliwe jest osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu przy niskim ryzyku wynikającym z charakteru inwestycji.

W tabeli 3 przedstawiono wyniki funduszu od początku jego istnienia do 31 grudnia 2008 r. Aktywa funduszu podlegają wycenie w okresach trzymiesięcznych.

Tabela 3. Notowania funduszu BPH FIZ Sektora Nieruchomości

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2005.12.30	98,47
2006.03.31	98,85
2006.06.30	100,13
2006.09.29	99,80
2006.12.29	100,24
2007.03.30	105,52
2007.06.29	103,35
2007.09.28	117,78
2007.12.28	121,36
2008.03.31	123,19
2008.06.30	112,46
2008.09.30	113,74
2008.12.31	130,26
2009.03.31	142,16
2009.06.30	125,25
2009.09.30	124,82
2009.12.30	117,94

Źródło: http://www.bphtfi.pl/fundusze-inwestycyjne/bph-fiz-sektora-nieruchomosci, [dostęp: (04.02.2010].

Przyjmując dotychczasowy podział na okresy, jednak mając na uwadze, że fundusz ten rozpoczął swą działalność nieco później niż oba omawiane wcześniej, analizę stopy zwrotu przeprowadzono z podziałem na trzy fazy. Przyjmowała ona wartość:

- 19,61% – w początkowej fazie funkcjonowania funduszu (grudzień 2005–wrzesień 2007 r.); jest to okres poprzedzający wystąpienie kryzysu,
- 10,60% – w okresie trwania kryzysu (obszar wyróżniony w tabeli 3: wrzesień 2007–grudzień 2008 r.),
- 9,46% – w fazie stabilizacji na przestrzeni 2009 r.

W przypadku funduszu nieruchomości, należącego do BPH, trend wzrostu w pierwszym i drugim kwartale 2008 r. był ujemny, natomiast we wrześniu tego samego roku ponownie wykazał tendencję wzrostową. Nie sposób jednoznacznie stwierdzi, czy wahania miały związek z kryzysem finansowym. Jest to fundusz, który do września 2007 r. funkcjonował dopiero kilkanaście miesięcy, horyzont inwestycyjny przyjęty został do 2013 r., więc obserwowane spadki mogły mieć charakter przypadkowy. Podobnie jak w przypadku analizowanych wcześniej dwóch funduszy, 2009 r. przyniósł spadek wycen certyfikatów inwestycyjnych, przy czym, gdyby uwzględniać stopę zwrotu jedynie za trzy ostatnie kwartały 2009 r., byłaby ona jeszcze niższa (–17,04%).

2. Wyniki funduszy skorelowanych dodatnio z rynkiem akcji na przykładzie funduszu KBC Index Nieruchomości FIZ

KBC Index Nieruchomości FIZ jest funduszem inwestycyjnym zamkniętym z ochroną kapitału. Fundusz ten został stworzony dla inwestorów, którzy chcą uzyskać atrakcyjny zysk z inwestycji na europejskim rynku nieruchomości, bez ponoszenia ryzyka związanego z bezpośrednią inwestycją na tym rynku. Fundusz zapewnia ochronę zainwestowanego kapitału, co oznacza, że w dniu jego zapadalności inwestorzy otrzymają zwrot zainwestowanych środków oraz wypracowany przez fundusz zysk. Uczestnik funduszu ma możliwość wycofania się z inwestycji raz na kwartał, sprzedając certyfikaty inwestycyjne według ich bieżącej wyceny. Kwartalne wyniki funduszu zawiera tabela 4.

Tabela 4. Notowania funduszu KBC Index Nieruchomości FIZ

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2005.11.10	100,00
2006.02.10	105,13
2006.05.10	115,17
2006.08.10	119,12

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2006.11.10	128,32
2006.12.11	132,60
2007.02.12	145,83
2007.05.10	144,53
2007.08.10	119,14
2007.11.12	115,28
2008.02.11	105,02
2008.05.12	100,94
2008.08.11	94,29
2008.11.10	92,21
2008.12.10	92,31
2009.01.12	93,25
2009.02.10	94,47
2009.03.10	93,87
2009.04.11	96,01
2009.05.11	97,33
2009.06.10	98,16
2009.07.10	99,64
2009.08.10	100,85
2009.09.10	102,20
2009.10.12	102,96
2009.11.10	103,24

Źródło: http://www.kbctfi.pl/index.php?menu=0&submenu=0&content=contents/fundusze.php&IdFunduszu-=indexn&tab=Notowania&typ=2&GrupaMenu=22&klient=1, [dostęp: 04.02.2010].

Analiza wycen certyfikatów prowadzi do wniosku, że stopy zwrotu zachowują się odmiennie niż we wcześniej analizowanych funduszach. W okresie, który przyjęto jako czas trwania kryzysu (obszar wyróżniony), notowania certyfikatów spadały.

W fazie przedkryzysowej fundusz zanotował dosyć szybki i dynamiczny wzrost wycen swoich certyfikatów (w odróżnieniu od funduszy ARKA, Skarbiec czy BPH, których wzrost w pierwszym okresie działalności był nieznaczny). Do maja 2007 r. stopa zwrotu wyniosła 44,53%. Odwrócenie tej tendencji nastąpiło już w sierpniu 2007 r. Do końca 2008 r. spadkowy trend notowań został utrzymany. W okresie: sierpień 2007–grudzień 2008 r. wycena certyfikatów spadła o 22,52%. 2009 r. przyniósł poprawę notowań. W ciągu 11 miesięcy wycena certyfikatów wzrosła o 10,71%.

3. Wyniki funduszy nieruchomości o zmiennej korelacji z rynkiem akcji

Oprócz czterech wymienionych największych i najstarszych funduszy nieruchomości, istnieją również inne, które ze względu na zbyt krótki okres funkcjonowania nie zostały poddane analizie. Jednak dla porządku poniżej przedstawiono zestawienie dwóch pozostałych funduszy nieruchomości, funkcjonujących w Polsce w okresie kryzysu.

ARKA BZ WBK Fundusz Rynku nieruchomości 2 FIZ – to drugi fundusz zarządzany przez BZ WBK AIB TFI S.A., inwestujący na rynku nieruchomości (Buczek 2006). Został on utworzony z wykorzystaniem doświadczeń zdobytych dzięki sukcesowi swojego poprzednika. Zamiarem zespołu zarządzającego jest zachowanie podstawowych założeń polityki poprzedniego funduszu i elastyczności pozwalającej na reagowanie na zmiany rynkowe w okresie inwestycyjnym. Subskrypcja certyfikatów inwestycyjnych funduszu została przeprowadzona 5–29 maja 2008 r. Nabywcy w transzy detalicznej, instytucjonalnej oraz specjalnej objęli certyfikaty o łącznej wartości 209 835 541 PLN. Wyceny certyfikatów inwestycyjnych drugiego funduszu nieruchomości ARKI przedstawiono w tabeli 5.

Tabela 5. Notowania funduszu ARKA BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2008.07.31	97,90
2008.10.31	96,80
2009.01.31	99.97
2009.04.30	99,69
2009.07.31	100,59
2009.10.31	106,22
2010.01.29	107,35

Źródło: ARKA BZ WBK Fundusz Nieruchomości 2 FIZ – wstępne informacje o funduszu http://www.arka.pl/50924, [dostęp: 04.02.2010].

Z kolei BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2 inwestuje w najbardziej stabilne nieruchomości, głównie w segmencie nieruchomości biurowych, a także centrów handlowych i obiektów magazynowych, które gwarantują stałe przychody z tytułu długoterminowych umów najmu. W celu zwiększenia potencjalnych zysków, fundusz będzie również realizował inwestycje polegające na budowie lub przebudowie tego typu obiektów przy współpracy z firmami deweloperskimi (tab. 6).

Tabela 6. Notowania funduszu BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2

Data wyceny	Wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny (w PLN)
2008.07.28	98,56
2008.09.30	99,51
2008.12.31	100,54
2009.03.31	101,15
2009.06.30	101,37
2009.09.30	103,22
2009.10.31	103,62

Źródło: http://www.bphtfi.pl/fundusze-inwestycyjne/bph-fiz-sektora-nieruchomosci-2/ [dostęp: 04.02.2010].

Oba powyższe fundusze cechują się nieprzerwanym wzrostem wartości emitowanych przez siebie certyfikatów od momentu ich powstania. Pierwszy z funduszy osiągnął stopę zwrotu 2,11% w fazie kryzysu i 7,38% w fazie stabilizacji, drugi z tych podmiotów zaś odpowiednio: 2,01 i 3,06%).

4. Interpretacja wyników funduszy nieruchomości

Inwestorzy posiadający wolne środki finansowe mają szerokie spektrum możliwości zainwestowania ich na rynku finansowym (Gabryelczyk 2006). Jedną z takich możliwości dają fundusze inwestycyjne, które mogą być różnego rodzaju, w zależności od kierunku i przedmiotu inwestowania. Mogą to być fundusze akcyjne, papierów dłużnych, stabilnego wzrostu itp. (Cieniewicz i Zaremba 2007). Większość z nich odnotowała w okresie od sierpnia 2007 r. do grudnia 2008 r. istotne spadki wartości emitowanych przez siebie certyfikatów inwestycyjnych oraz jednostek uczestnictwa[1].

Alternatywą dla klasycznych funduszy inwestujących w papiery wartościowe jest inwestowanie w nieruchomości za pośrednictwem specjalistycznych funduszy, z których pierwsze powstały w Polsce w 2004 r. (Miziołek 2007; Chojnacki 2008). Wszystkie analizowane fundusze przyniosły dodatnią stopę zwrotu od momentu ich powstania do końca 2009 r. Można jednak zaobserwować istotne zróżnicowanie wycen certyfikatów tych funduszy w poszczególnych fazach cyklu koniunkturalnego, z którymi mieliśmy do czynienia w drugiej połowie obecnej dekady.

Trzy najstarsze fundusze (ARKA BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, Skarbiec Rynku Nieruchomości, BPH FIZ Sektora Nieruchomości) w pierwszych miesiącach od powstania wykazywały niewysoką dodatnią stopę zwrotu (odpowied-

[1] Szczegółowe wyniki finansowe dla wszystkich rodzajów funduszy znajdują się w serwisie bankier.pl http://www.bankier.pl/inwestowanie/fundusze/, [dostęp: 04.02.2010].

nio: 3,84, 6,79%, b.d.) po to, aby w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys odnotować bardzo wysokie wzrosty wartości certyfikatów inwestycyjnych (odpowiednio: 22,97, 27,45, 19,61%). Pojawienie się kryzysu na rynkach finansowych w sierpniu 2007 r. i spadki notowań indeksów giełdowych aż do końca 2008 r. nie przełożyły się na zmiany trendów w wycenach certyfikatów analizowanych funduszy nieruchomości (odpowiednio: 28,05, 11,52, 10,60%). W przypadku pierwszego z tych funduszy wartość certyfikatów rosła jeszcze bardziej dynamicznie, w przypadku dwóch pozostałych tempo wzrostów było nieco wolniejsze. Jednak 2009 r. przyniósł załamanie wycen wszystkich trzech funduszy (odpowiednio: – 14,35, 6,66, 9,46%).

Zupełnie odmiennie zachowywał się fundusz KBC Index Nieruchomości FIZ. W istotnym stopniu wyceny certyfikatów skorelowane były z koniunkturą na rynku akcji. W okresie przedkryzysowym stopa zwrotu była znacznie wyższa (44,53%) od i tak wysokich stóp przynoszonych przez pozostałe fundusze. Jednak wraz z rozpoczęciem kryzysu na rynkach finansowych certyfikaty funduszu Index Nieruchomości FIZ dynamicznie traciły na wartości (22,52%). Z kolei na przestrzeni 2009 r. wartość certyfikatów zwiększyła się o 10,71%, w odróżnieniu od certyfikatów trzech wcześniej analizowanych funduszy.

Trzecią grupę stanowią fundusze ARKA BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ oraz BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2, które – podobnie jak fundusze pierwszej grupy – w okresie kryzysu finansowego przyniosły dodatnią stopę zwrotu, jednak znacznie niższą (odpowiednio 2,11 i 2,01%). Ta niższa stopa zwrotu wynika z faktu, że fundusze te powstały w połowie 2008 r. i powyższa stopa dotyczy względnie krótkiego okresu, w odróżnieniu od funduszy pierwszej grupy, w których uwzględniono cały okres kryzysu na rynkach finansowych (sierpień 2007–grudzień 2008 r.). Jednak fundusze trzeciej grupy na przestrzeni 2009 r. przyniosły dodatnie stopy zwrotu (7,38 i 3,06%), co powoduje, że w okresie tym porównać je można z funduszem drugiej grupy KBC Index Nieruchomości FIZ, nie zaś z trzema najstarszymi funduszami jednak grupy pierwszej.

Zakończenie

Na zmianę wartości certyfikatów funduszy nieruchomości działających w Polsce w okresie kryzysu finansowego (sierpień 2007–grudzień 2008 r.) wpływały m.in. następujące elementy:

- wzrost przychodów czynszowych generowanych przez nieruchomości będące wynikiem podpisania nowych umów najmu,
- znaczne umocnienie się waluty euro w porównaniu z kursem wymiany przyjętym do poprzedniej wyceny certyfikatów przy większości umów najmu

zawartych w euro; sytuacja ta przełożyła się na wzrost łącznych przychodów w przeliczeniu na PLN.

Nie można jednoznacznie stwierdzić, czy sytuacja ekonomiczna w Polsce i na świecie oraz wyniki funduszy nieruchomości w Polsce są ze sobą w powiązane (Antkiewicz 2006). Wzrost wartości aktywów większości polskich funduszy nieruchomości w okresie największych spadków na rynkach finansowych wskazuje, że nie można mówić o dodatniej korelacji pomiędzy tymi rynkami (Borowiec 2007; Bojańczyk 2007). Brak bezpośrednich powiązań pomiędzy tymi dwoma wielkościami może być wywołany wieloma czynnikami. Nie bez znaczenia pozostaje to, że w Polsce występuje wysoki poziom niedoboru mieszkań, dlatego inwestycje nieruchomościowe, zwłaszcza mieszkalne, będą się rozwijać bez względu na załamania kursów akcji (Bryx 2007). Ponadto nieruchomość, jako kategoria ekonomiczna i przedmiot obrotu oraz inwestowania, jest zjawiskiem stosunkowo nowym w warunkach polskich; podobnie rzecz się ma z funkcjonowaniem instytucji inwestujących na tym rynku. Działalność funduszy nieruchomości w Polsce rozpoczęła się w okresie dynamicznego wzrostu cen nieruchomości, który następnie wyhamował, a nawet zmienił kierunek (Leszczuk 2007). Jednak poziom cen nawet po ich spadkach z 2008 r. i pierwszej połowy 2009 r. i tak znacznie przewyższa ceny z 2004 r. Jest to jedna z przyczyn atrakcyjności inwestowania w fundusze nieruchomości. Świadczy to o braku wpływu kryzysu na rynkach finansowych na rentowność tego typu inwestycji.

Istotnym wyjątkiem jest fundusz funkcjonujący na rynku już od końca 2005 r. – KBC Index Nieruchomości FIZ, który jako jedyny z analizowanych zanotował spadki wartości certyfikatów w okresie od sierpnia 2007 r. do grudnia 2008 r. Wyniki funduszu KBC Index Nieruchomości FIZ świadczą o tym, że nie wszystkie fundusze korzystają z dobrej koniunktury na rynku nieruchomości, która nie pokrywa się z koniunkturą ogólnogospodarczą. Spadki notowań funduszu KBC mogą mieć swoje podłoże w niewłaściwym doborze struktury portfela i w inwestycjach o charakterze wysokiego ryzyka. Nie bez znaczenia może być również fakt, że jest to fundusz inwestujący w nieruchomości zagraniczne, często na rynkach dojrzałych i bardziej ukształtowanych niż polski rynek nieruchomości, gdzie ceny są względnie stabilne. Aczkolwiek ze względu na długoterminowość inwestycji w nieruchomości może się okazać, że w chwili likwidacji funduszu KBS zanotuje on najlepsze wyniki.

Bibliografia

Antkiewicz S. (2006), *The evolution of investment funds in Poland,* w: J. Pietrzak, *Polish Transformation Experience*, Working Papers Institute of International Business University of Gdańsk, No. 21, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.

Antkiewicz S. (2008), *Uwarunkowania rozwoju funduszy nieruchomości na polskim rynku finansowym,* w: P. Karpuś, P. Węcławski, *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.

Bojańczyk M. (2007), *Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

Borowiec P. (2007), *Kryzys na rynku sub-prime*, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 10.

Bryx M. (2007), *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.

Buczek S. (2006), *Zagraniczne a Polskie fundusze inwestycyjne, Pierwsze starcie*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

Chojnacki R. (2008), *Kryzys na rynkach finansowych i jego wpływ na polski rynek nieruchomości*, Rzeczpospolita, nr 235.

Cieniewicz A., Zaremba K. (2007), *Rynek nieruchomości w Polsce na tle wybranych krajów europejskich,* w: E. Gołąbska, *Rynek nieruchomości i jego podmioty*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok.

Gabryelczyk K. (2006), *Fundusze inwestycyjne: rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna. Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Kraków.

Krupa D. (2008), *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.

Leszczuk A. (2007), *Fundusze nieruchomości* w: K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwek, *Inwestycje finansowe*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.

Miziołek T. (2007), *Fundusze inwestycyjne lokujące aktywa na rynku nieruchomości,* w: P. Karpuś, J. Węcławski, *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.

Szelągowska A. (2008), *Rozwój funduszy rynku nieruchomości na polskim rynku finansowym a tendencje światowe* w: S. Antkiewicz, M. Kalinowski, *Innowacje finansowe*, CeDeWu Wydawnictwo Fachowe, Warszawa.

THE CERTIFICATES OF REAL ESTATE FUNDS IN THE CONTEXT OF THE GLOBAL ECONOMIC DOWNTURN

Summary

Real estate funds operate in the same way as investment funds, the difference being only the object of action. This object – property is characterized by much lower liquidity compare to securities, and because of this it is a much more difficult market focused on long-term investments. Since real estate funds have been active in Poland only for a few years, it is impossible to assess their activity in a full and definite way.

The goal of the article is to answer the question whether the financial crisis has an impact on the evaluation of real estate funds. The main hypothesis of the article is the

statement that the real estate funds operating on Polish market may be divided into three groups, as regards to the evaluation of investment funds certificates in relation to the situation on Polish capital market.

The perspectives of future development of real estate funds in Poland will be connected with the development of real estate funds in Central and Eastern Europe and the property price trends on these markets. Even though the four-year period of their presence on Polish market does not make in possible to fully assess the profitability of investing, the analysis of the data regarding other well developed markets shows that also in Poland there is a great probability of further intensive development of these institutions.