

**Sprawozdanie Zarządu jednostki dominującej -
Zachodniego Funduszu Inwestycyjnego NFI S.A.
za okres od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku
z działalności Grupy Kapitałowej**

1. Informacje podstawowe dotyczące jednostki dominującej

Fundusz prowadzi działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i na dzień 30 czerwca 2008 roku miał swoją siedzibę przy ulicy Mińskiej 63a, 03-828 Warszawa.

W dniu 5 lipca 2001 roku Fundusz został zarejestrowany w KRS w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy pod numerem 0000025172.

Na dzień 30 czerwca 2008 roku kapitał zakładowy Zachodniego Funduszu Inwestycyjnego NFI S.A. wynosił 9.513.596,50 zł i dzielił się na 9.747.393 akcje serii A o wartości nominalnej 0,10zł każda i 85.388.572 akcje serii B o wartości nominalnej 0,10zł każda (łącznie 95.135.965 akcji serii A i serii B).

Przedmiot działalności Funduszu zdefiniowany jest jako pozostałe pośrednictwo finansowe i oznaczony jest numerem 65.23.Z w Polskiej Klasyfikacji Działalności. Jest nim nabywanie papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa, a także nabywanie bądź obejmowanie udziałów lub akcji podmiotów zarejestrowanych i działających w Polsce oraz innych papierów wartościowych emitowanych przez te podmioty, wykonywanie praw z tych akcji i udziałów oraz papierów wartościowych, jak również rozporządzanie nimi, udzielanie pożyczek spółkom i innym podmiotom zarejestrowanym i działającym w Polsce oraz zaciąganie pożyczek i kredytów dla celów Funduszu, w szczególności określonych w art. 4 ust. 2 Ustawy z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji. Ponadto, Fundusz może podejmować działalności gospodarczą polegającą na inwestowaniu w inne aktywa, poza wymienionymi powyżej, w szczególności polegającą na kupnie i sprzedaży nieruchomości na własny rachunek (PKD 70.12.Z) oraz zagospodarowaniu i sprzedaży nieruchomości na własny rachunek (PKD 70.11.Z).

W okresie obrotowym, księgowość Funduszu prowadzona jest przez pracowników Funduszu.

Dnia 29 lipca 2008 r. Rada Nadzorcza Funduszu podjęła uchwałę w sprawie zatwierdzenia wyboru biegłego rewidenta do przeprowadzenia przeglądu sprawozdań finansowych Funduszu oraz Grupy Kapitałowej Funduszu za I półrocze 2008 roku i badania sprawozdań finansowych Funduszu oraz Grupy Kapitałowej Funduszu za rok 2008. Rada Nadzorcza w uchwale nr 3/29/07/2008 wybrała spółkę WBS Rachunkowość Consulting Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie do przeglądu m.in. półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Funduszu za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2008 r.

2. Akcjonariusze jednostki dominującej

Zgodnie z informacjami posiadanymi przez Fundusz na podstawie oficjalnych oświadczeń otrzymanych przez Fundusz od swoich akcjonariuszy na dzień 30 czerwca 2008 roku akcjonariuszami posiadającymi ponad 5% głosów na Walnym Zgromadzeniu Funduszu były następujące podmioty:

Akcionariusz	Liczba akcji	Liczba głosów	% kapitału	% głosów
Maciej Wandzel (przez podmioty zależne)	19 627 153	19 627 153	20,63%	20,63%
Maciej Zientara (przez podmioty zależne)	11 054 454	11 054 454	11,62%	11,62%
Władysław Knabe	7 300 080	7 300 080	7,67%	8%
Stanisław Drabarek (wraz z najbliższą rodziną Lidia, Dorotą, Katarzyną, Piotrem Drabarek)	6 012 465	6 012 465	6,32%	6,32%
Pozostali	51 141 813	51 141 813	53,76%	53,76%
Razem	95 135 965	95 135 965	100,00%	100,00%

Zmiany w akcjonariacie po dacie bilansu

W dniu 29 sierpnia 2008 r. Fundusz otrzymał zawiadomienie od Novakonstelacja Limited z siedzibą w Nikozji (Novakonstelacja), że wskutek zawarcia w dniu 27 sierpnia 2008 r. Umowy Sprzedaży akcji Zachodniego Funduszu Inwestycyjnego NFI S.A. udział Novakonstelacja w ogólnej liczbie głosów w Funduszu, zmniejszył się w ten sposób, że nastąpiła zmiana dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o więcej niż 2%. Zmniejszenie nastąpiło poprzez zbycie 3.850.000 akcji Funduszu (Akcje Zbywane) w ramach transakcji poza rynkiem regulowanym. Jednocześnie Novakonstelacja zawarła umowę na mocy której jest zobowiązana ponownie odkupić wszystkie Akcje Zbywane do 30 września 2008r. (Umowa Odkupu). Przed zmianą udziału, Novakonstelacja posiadała 24.745.500 akcji Funduszu, reprezentujących 26,01% kapitału zakładowego Funduszu, uprawniających do 24.745.500 głosów stanowiących 26,01% w ogólnej liczbie głosów w Funduszu. Wskutek ww. transakcji, Novakonstelacja posiada obecnie 20.895.500 akcji Funduszu, reprezentujących 21,963% kapitału zakładowego Funduszu, uprawniających do 20.895.500 głosów stanowiących 21,963% w ogólnej liczbie głosów w Funduszu. W związku z zawarciem Umowy Odkupu Novakonstelacja planuje do końca września 2008 powrócić do stanu posiadania sprzed niniejszego zawiadomienia.

Jednocześnie Zarząd otrzymał zawiadomienie Pana Macieja Wandzla, że wskutek zawarcia przez jego spółkę zależną Novakonstelacja Limited z siedzibą w Nikozji (Novakonstelacja), w dniu 27 sierpnia 2008 r. Umowy Sprzedaży akcji Zachodniego Funduszu Inwestycyjnego NFI S.A. jego udział pośredni w ogólnej liczbie głosów w Funduszu zmniejszył się w ten sposób, że nastąpiła zmiana dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o więcej niż 2%. Zmniejszenie nastąpiło poprzez zbycie przez Novakonstelacja 3.850.000 akcji Funduszu (Akcje Zbywane) w ramach transakcji poza rynkiem regulowanym. Jednocześnie Novakonstelacja zawarła umowę na mocy której jest zobowiązana ponownie odkupić wszystkie Akcje Zbywane do 30 września 2008r. (Umowa Odkupu).

Przed zmianą udziału, Maciej Wandzel posiadał poprzez spółkę zależną Novakonstelacja 24.745.500 akcji Funduszu, reprezentujących 26,01% kapitału zakładowego Funduszu, uprawniających do 24.745.500 głosów stanowiących 26,01% w ogólnej liczbie głosów w Funduszu.

Wskutek ww. transakcji, Maciej Wandzel posiada obecnie poprzez Novakonstelacja 20.895.500 akcji Funduszu, reprezentujących 21,963% kapitału zakładowego Funduszu, uprawniających do 20.895.500 głosów stanowiących 21,963% ogólnej liczbie głosów w Funduszu. W związku z zawarciem przez Novakonstelacja Umowy Odkupu Maciej Wandzel planuje do końca września 2008 powrócić w sposób pośredni (poprzez Novakonstelacja) do stanu posiadania sprzed niniejszego zawiadomienia.

W dniu 07 października 2008 roku Fundusz otrzymał zawiadomienia od Pana Macieja Wandzla i Novakonstelacja Limited z siedzibą w Nikozji (Novakonstelacja), że wskutek zmiany Umowy Odkupu zamierzają powrócić do stanu posiadania akcji sprzed dnia 27 sierpnia 2008 roku do dnia 31 grudnia 2008 r.

Po zmianach opisanych powyżej, akcjonariat Funduszu przedstawia się następująco:

	Ilość akcji	Ilość głosów	% kapitału	% głosów
Maciej Wandzel (przez podmioty zależne)	22 842 900	22 842 900	24,01%	24,01%
Maciej Zientara (przez podmioty zależne)	16 552 393	16 552 393	17,40%	17,40%
Władysław Knabe	7 300 080	7 300 080	7,67%	7,67%
Pozostali	48 440 592	48 440 592	50,92%	50,92%
Razem	95 135 965	95 135 965	100,00%	100,00%

3. Rada Nadzorcza i Zarząd

Zarząd Funduszu na dzień 30 czerwca 2008 roku działał w składzie:

Prezes: Rafał Mateusiak
Wiceprezes: Marcin Rulnicki

W okresie od 1 stycznia 2008 roku do dnia przygotowania niniejszego raportu w Zarządzie Funduszu zaszły następujące zmiany:

- Z dniem 7 maja 2008 roku pan Romuald Grochocki złożył rezygnację ze stanowiska członka Zarządu Funduszu.
- W dniu 7 maja 2008 roku Rada Nadzorcza Funduszu powołała w skład Zarządu Funduszu pana Rafała Mateusiaka, powierzając mu funkcję Prezesa Zarządu.
- W dniu 20 czerwca 2008 roku Rada Nadzorcza Funduszu powołała w skład Zarządu Funduszu panią Ewę Cieślą, powierzając jej funkcję Członka Zarządu. Pani Ewa Cieśla zaczęła pełnić funkcję z dniem 1 lipca 2008 roku.
- Z dniem 01 lipca 2008 roku pan Marcin Rulnicki złożył rezygnację ze stanowiska Członka Zarządu Funduszu.

Koszty wynagrodzenia Zarządu Funduszu w okresie od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku wyniosły 466.733,37 zł. Dane te nie zawierają kwot premii wypłaconych Zarządowi Funduszu za rok 2007, wypłaconych po dniu bilansowym.

W okresie sprawozdawczym Zarząd Funduszu otrzymał łączną kwotę 32.785,80 zł brutto z tytułu zasiadania w organach spółek zależnych.

Imię i nazwisko	Funkcja	Okres pełnienia funkcji w 2008 roku		Fundusz	Spółki	Łącznie
		Od	Do			
Marcin Rulnicki	Wiceprezes Zarządu	01-01-2008	30-06-2008	180.786,00	0,00	180.786,00
Romuald Grochocki	Wiceprezes Zarządu	01-01-2008	15-05-2008	29.105,26	26.785,80	55.891,06
Rafał Mateusiak	Prezes Zarządu	15-05-2008	30-06-2008	56.842,11	0,00	56.842,11
				266.733,37	32.785,80	299.519,17

Skład Rady Nadzorczej na dzień 30 czerwca 2008 roku przedstawiał się następująco:

Przewodniczący: Rafał Bauer
Wiceprzewodniczący: Andrzej Kosiński
Członkowie: Piotr Surmacki
Antoni Kulhawik
Piotr Janczewski

W okresie od 1 stycznia 2008 roku do dnia przygotowania niniejszego raportu w składzie Rady Nadzorczej Funduszu zaszły następujące zmiany:

- W dniu 17 kwietnia 2008 roku pan Marcin Zientara złożył rezygnację z funkcji członka Rady Nadzorczej Funduszu. W składzie Rady Nadzorczej, Pan Marcin Zientara obejmował stanowisko Sekretarza Rady Nadzorczej.

W dniu 25 sierpnia 2008 r., Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Funduszu skróciło kadencję Rady Nadzorczej i odwołało wszystkie osoby z funkcji pełnionych w Radzie Nadzorczej. Jednocześnie Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy powołało Pana Macieja Wandzla, powołując Pana Macieja Wandzla na funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej, Panów Andrzeja Kosińskiego, Jarosława Stańca, Rafała Bauera, Marcina Zientarę, Piotra Surmackiego oraz Michała Kobus do Rady Nadzorczej na nową wspólną kadencję rozpoczynającą się z dniem 25 sierpnia 2008r.

Wynagrodzenia brutto członków Rady Nadzorczej w okresie od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku wyniosły łącznie 126.483,33 zł.

Członkowie organów nadzorczych Funduszu w okresie od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku nie uczestniczyli w Radach Nadzorczych jednostek, w których Fundusz posiada udziały wiodące, zależne i stowarzyszone.

Członkowie Rady Nadzorczej Funduszu nie otrzymali żadnych dochodów z tytułu premii, nagród i wynagrodzenia z zysku.

Imię i nazwisko	Funkcja	Okres pełnienia funkcji w 2008 roku		Fundusz
		Od	Do	
Rafał Bauer	Przewodniczący RN	01-01-2008	30-06-2008	30.000,00
Marcin Zientara	Członek RN	01-01-2008	17-04-2008	12.483,33
Antoni Kulhawik	Członek RN	01-01-2008	30-06-2008	21.000,00
Andrzej Kosiński	Członek RN	01-01-2008	30-06-2008	21.000,00
Piotr Surmacki	Członek RN	01-01-2008	30-06-2008	21.000,00
Piotr Janczewski	Członek RN	01-01-2008	30-06-2008	21.000,00

4. Zarządzanie majątkiem podmiotu dominującego

W okresie obrotowym Fundusz nie posiadał firmy zarządzającej majątkiem Funduszu.

Po dacie bilansowej, w dniu 1 października 2008 r. została podpisana umowa o zarządzanie majątkiem Funduszu ze Spółką Assets Management Equity Fellows Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Spółka Komandytowo – Akcyjna z siedzibą w Warszawie (00-609) przy Al. Armii Ludowej 26, zarejestrowana w Rejestrze Przedsiębiorców prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000310805.

5. Zdarzenia istotnie wpływające na działalność Grupy Kapitałowej, jakie nastąpiły w roku obrotowym i po dniu bilansowym

Istotne zdarzenia zostały szczegółowo opisane w punktach 49 i 50 skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

6. Przewidywany rozwój Grupy Kapitałowej

Zarząd Funduszu opracował plan działania Funduszu w roku 2008. Przedmiotowe zamierzenia zostały poddane ocenie Rady Nadzorczej Funduszu, która na posiedzeniu w dniu 18.01.2008 r. zaakceptowała proponowane kierunki działań.

W trakcie 2008 roku Fundusz miał się koncentrować na realizacji trzech głównych inwestycji deweloperskich na posiadanych przez Grupę Kapitałową Funduszu nieruchomościach:

1. Nieruchomości spółki Praga z Okna o powierzchni 81.766 m² położone są w Warszawie przy ul. Mińskiej 25. Na działce znajduje się obecnie szereg obiektów o charakterze biurowo-magazynowym. Plan działania zakłada likwidację tych obiektów oraz wybudowanie dużego osiedla mieszkaniowego o docelowej powierzchni użytkowej nie mniejszej niż 125 tys. m².
W procesie przygotowania inwestycji uzyskano prawomocną decyzję o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu.

2. Nieruchomości spółki Fabryka PZO o łącznej powierzchni 11.546 m² znajdują się w Warszawie przy ul. Grochowskiej i Kamionkowskiej. Budynki znajdujące się na tym terenie mają charakter przemysłowy. Przygotowany unikalny projekt inwestycyjny przewiduje rewitalizację całego terenu i przeprowadzenie adaptacji istniejących budynków na ekskluzywne powierzchnie mieszkaniowe – tzw. „LOFTY” oraz powierzchnie usługowe.
Łączna powierzchnia użytkowa całego projektu wyniesie ok. 18,3 tys. m² (w tym ok. 6 tys. m² powierzchni komercyjnej). Realizacja inwestycji podzielona jest na dwa etapy.
3. W dniu 28 kwietnia 2008 roku Fundusz nabył 263.500 udziałów w spółce Cracovia Property Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (uprawniana do wykonywania 100% ogólnej liczby głosów na Zgromadzeniu Wspólników). Nieruchomości spółki Cracovia Property Sp. z o.o. składające się z kilku działek o łącznej powierzchni 53.053 m² zlokalizowane w południowej części Krakowa, przy ulicy Bochenka. Spółka wystąpiła o wydanie warunków zabudowy i planuje wybudowanie na tym terenie czterech wielorodzinnych budynków mieszkalnych, których łączna powierzchnia użytkowa wyniesie nie mniej niż 39,2 tys. m². Łączna cena zakupu udziałów w spółce Cracovia Property wynosiła 25 200 tys. zł.

Ze względu na istotne zmiany jakie zaszły w I i II kwartale 2008 roku na rynku budownictwa mieszkaniowego Zarząd Funduszu w dniu 20 sierpnia 2008 dokonał zmian w objętych kierunkach działań, podejmując decyzję o wstrzymaniu realizacji projektów realizowanych przez spółki Fabryka PZO oraz Praga z Okna.

Na tą decyzję wpływ miał dodatkowo fakt nie uzyskania w oczekiwanym terminie pozwolenia na budowę projektu realizowanego przez spółkę Fabryka PZO Sp. z o.o. oraz słabnące tempo podpisywanych umów rezerwacyjnych przez Klientów.

W przypadku inwestycji mieszkaniowej w Warszawie realizowanej przez spółkę Praga z Okna, Zarząd Funduszu podjął decyzję o rozpoznaniu rynku w zakresie sprzedaży projektu bądź w przypadku nie uzyskania odpowiedniego poziomu ceny, pozyskania partnera do wspólnej realizacji projektu.

W przypadku spółki West Development Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie Zarząd Funduszu postanowił zrezygnować z pełnienia przez nią roli spółki zastępstwa inwestycyjnego dla projektów realizowanych przez Fundusz.

W zamierzeniach Zarządu Funduszu jest wykonanie analizy opłacalności zmiany funkcji projektu „LOFTY PZO” na obiekt biurowy, oraz zmiany projektu realizowanego przez spółkę Praga z Okna w zakresie poszerzenia funkcji o powierzchnie biurowe i handlowe oraz podział projektu na podprojekty. Zmiana ta wymagać będzie przeprowadzenia kompletu działań w celu uzyskania odpowiednich decyzji administracyjnych takich jak zgoda na geodezyjny podział działek, uzyskanie nowych indywidualnych Decyzji o Warunkach i Zagospodarowaniu Terenu.

Zarząd utrzymał przyjętą strategię działania dla spółki Cracovia Property. Po uzyskaniu decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowaniu terenu Zarząd rozważy możliwość sprzedaży projektu w części bądź całości.

Struktura finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych tworzona jest indywidualnie dla każdego projektu i zależy między innymi od uwarunkowań podatkowych. W fazie uzyskiwania decyzji administracyjnych oraz przygotowania koncepcji Fundusz finansuje projekty ze środków własnych (poprzez podniesienie kapitału w spółkach celowych bądź udzielanie tym spółkom pożyczek) natomiast w fazie realizacji inwestycji Fundusz planuje pozyskiwanie finansowania dla spółek celowych w formie kredytu bankowego oraz korzystanie z przedpłat od nabywców powierzchni.

W Grupie Kapitałowej Funduszu znajduje się również spółka Mińska Development Sp. z o.o., posiadająca prawo własności lokali użytkowych o łącznej powierzchni 4.683 m², zlokalizowanych w budynku biurowym przy ulicy Mińskiej 25 w Warszawie oraz związany z tym prawem 40,91% udział w prawie użytkowania wieczystego gruntu stanowiącego działkę o powierzchni 1.965 m², na którym posadowiony jest budynek. Ponadto spółka posiada prawo użytkowania wieczystego dwóch działek niezabudowanych o powierzchni łącznej 8.212 m² położonych w Warszawie przy ulicy Mińskiej 25a. Fundusz nadzoruje prowadzoną bezpośrednio przez spółkę działalność polegającą na wynajmie posiadanych powierzchni. W najbliższym czasie Fundusz nie przewiduje zmiany sposobu zagospodarowania posiadanego budynku biurowego.

Fundusz poprzez spółki celowe zamierza w 2008 roku kontynuować działalność polegającą na wynajmie powierzchni biurowej, magazynowej i handlowej we własnych nieruchomościach, przy czym znaczenie tej działalności będzie malało w miarę postępów w realizacji projektów deweloperskich. Działalność polegająca na

wynajmie powierzchni pozwala osiągać stabilne przepływy finansowe niezależnie od harmonogramu wpływów z realizacji przedsięwzięć deweloperskich.

Posiadane nadwyżki finansowe Fundusz planuje inwestować w kolejne przedsięwzięcia realizowane na rynku nieruchomości. Inwestycję w nowe projekty nieruchomościowe będzie w każdym przypadku poprzedzała szczegółowa analiza przedsięwzięcia, obejmująca między innymi:

- analizę opłacalności projektu: Fundusz będzie inwestował w projekty, których wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) wynosi minimum 15%;
- analizę atrakcyjności lokalizacji: Fundusz będzie poszukiwał nowych projektów przede wszystkim na terenie Warszawy, jednak z uwagi na rosnące ceny działek oraz ograniczoną podaż interesujących gruntów w stolicy, Zachodni NFI nie wyklucza również realizacji przedsięwzięć deweloperskich w innych dużych miastach Polski, pod warunkiem, że lokalne ceny sprzedaży pozwolą na osiągnięcie satysfakcjonujących stóp zwrotu;
- charakter projektu: Fundusz zakłada, że w strukturze portfela przeważać będą inwestycje o charakterze mieszkaniowym; rynek mieszkaniowy ma obecnie wysoki potencjał, który powinien zapewnić stabilny wzrost w tym sektorze w okresie kilku najbliższych lat; nie wyklucza się realizacji projektów komercyjnych ale raczej jako uzupełnienie funkcji mieszkaniowej;
- ocenę skali projektu: wartość budżetu na zakup gruntu i realizację nowego projektu nie powinna przekraczać 30% sumy aktywów Grupy Kapitałowej Funduszu.

Inwestycje w przedsięwzięcia na rynku nieruchomości realizowane będą poprzez spółki celowe.

Poza realizacją projektów inwestycyjnych, w 2008 roku Fundusz będzie kontynuował działalność polegającą na restrukturyzacji Grupy Kapitałowej. Należy zaznaczyć, iż główny etap procesu restrukturyzacji został już ukończony. W jego wyniku rozwiązano problem akcji własnych w Grupie, uproszczono strukturę Grupy oraz sposób finansowania projektów, a także urealniono wycenę posiadanych aktywów. W 2008 roku planowane jest zakończenie działań restrukturyzacyjnych poprzez likwidację następujących spółek: Mardex Sp. z o.o. w likwidacji, „Mardex Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością” Spółka Komandytowa, Pakiety Mniejszościowe Sp. z o.o. w likwidacji, PZO Investment Sp. z o.o. (Spółka powstała z przekształcenia PZO Investment S.A. w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością) oraz R&R Adv. Secundo Sp. z o.o. Jeszcze przed końcem 2008 roku w Grupie Kapitałowej Funduszu powinny pozostać wyłącznie spółki celowe związane z realizacją projektów inwestycyjnych Funduszu. Celem prowadzonych działań restrukturyzacyjnych jest uproszczenie struktury Grupy, a tym samym poprawa efektywności i przejrzystości jej działania oraz obniżenie kosztów funkcjonowania Grupy.

7. Ważniejsze osiągnięcia w dziedzinie badań i rozwoju

Grupa kapitałowa nie odnotowała w okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2008 roku istotnych osiągnięć w dziedzinie badań i rozwoju.

8. Opis istotnych czynników ryzyka i czynników istotnych dla rozwoju Grupy Kapitałowej

Działalność Funduszu skupia się na inwestowaniu w akcje i udziały jednostek zależnych. W związku z prowadzoną przez spółki zależne działalnością deweloperską, Fundusz i jego spółki celowe narażone są przede wszystkim na ryzyka wynikające ze specyfiki tego rodzaju działalności. Poniżej przedstawiono najistotniejsze czynniki ryzyka, na jakie narażony jest Fundusz i Grupa Kapitałowa Zachodniego NFI S.A.

Ryzyko związane z uzyskaniem pozwoleń administracyjnych

Spółki zależne Funduszu prowadzące działalność deweloperską narażone są na ryzyko niezyskania lub uzyskania w terminie późniejszym niż zaplanowano pozwoleń administracyjnych niezbędnych do przeprowadzenia inwestycji, ponadto istnieje ryzyko podważenia dotychczas uzyskanych pozwoleń na budowę i zagospodarowanie terenów. Nieuzyskanie stosownych decyzji administracyjnych w planowanym terminie może przyczynić się do opóźnień w realizacji projektów i negatywnie wpłynąć na działalność spółek celowych oraz ich wyniki, a pośrednio również na sytuację finansową Funduszu. Zarząd Funduszu prowadzi działania ograniczające ekspozycję na powyższe ryzyko poprzez ścisłe nadzorowanie działalności spółek celowych w zakresie poszczególnych postępowań administracyjnych.

Ryzyko związane ze wzrostem kosztów realizacji planowanych przedsięwzięć

Spółki celowe, planując realizację projektów deweloperskich, dokonują szczegółowej analizy tendencji związanych z rynkiem nieruchomości i przygotowują orientacyjne projekcje finansowe, w których określają poziom całkowitych kosztów związanych z przeprowadzeniem i zamknięciem danej inwestycji. Niemniej jednak w normalnym toku działalności operacyjnej może wystąpić ryzyko znacznego wzrostu tych kosztów, związanego przede wszystkim z: wzrostem cen materiałów budowlanych, wzrostem stawek wynagrodzenia dla pracowników, ewentualnymi karami finansowymi z tytułu opóźnień w realizacji projektu.

Ryzyko uzależnienia realizacji poszczególnych projektów inwestycyjnych od wykonawców

Spółki celowe, które należą do Funduszu, część wykonywanych prac będą realizowały za pośrednictwem wyspecjalizowanych firm budowlanych. Fundusz nie wyklucza także zawarcia umów generalnego wykonawstwa. W działalności deweloperskiej bardzo istotna jest jakość wykonywanych prac, dlatego też Fundusz dokona dokładnego przeglądu takich firm działających na rynku, w celu dokonania najlepszego wyboru umożliwiającego uzyskanie najwyższych standardów. Niemniej jednak, nawet przy dołożeniu należytej staranności przy wyborze wykonawcy oraz przy prowadzeniu nadzoru nad przebiegiem prac, Fundusz może być narażony na ryzyko niewykonania projektu w zaplanowanym terminie. Przesunięcia czasowe i nieprawidłowości w wykonawstwie mogą opóźnić sfinalizowanie całego projektu inwestycyjnego i skutkować we wzroście kosztów ich realizacji, a w efekcie mogą przełożyć się na nieosiągnięcie przez spółkę celową, a co za tym idzie również przez Fundusz, założonych zysków.

Ryzyko związane ze spadkiem cen nieruchomości

Wyniki osiągane przez Fundusz, zależą od wyników osiąganych przez jego spółki zależne, które z kolei pozostają w ścisłej zależności od poziomu cen nieruchomości w Polsce.

Ryzyko konkurencji

Fundusz poprzez spółki celowe prowadzi działalność na warszawskim i krakowskim rynku nieruchomości. Rynki te cechują się dużą dynamiką, ale również wysokim stopniem konkurencyjności. Walka konkurencyjna szczególnie zaostrza się na etapie rozpoznawania i pozyskiwania pożądanых gruntów pod nowe projekty inwestycyjne, co znajduje bezpośrednie przełożenie we wzroście cen tych gruntów i może wywierać negatywny wpływ na zyskowność projektów inwestycyjnych realizowanych przez Fundusz. Dynamiczna konkurencja na rynku nieruchomości może doprowadzić do nadpodaży projektów deweloperskich na rynku oraz istotnego wzrostu kosztów pozyskania gruntów pod nowe projekty.

Ryzyko związane ze zmianami przepisów podatkowych

System podatkowy w Polsce charakteryzuje się relatywną niestabilnością. Ewentualne, trudne do przewidzenia zmiany dotyczące opodatkowania działalności gospodarczej mogą wpłynąć negatywnie na prowadzoną przez Fundusz i jego spółki zależne działalność deweloperską. Ponadto istnieje ryzyko, że nowe regulacje podatkowe osłabią skłonność konsumentów do nabywania nieruchomości.

9. Nabycie udziałów (akcji) własnych, a w szczególności cel ich nabycia, liczba i wartość nominalna, ze wskazaniem, jaką część kapitału zakładowego reprezentują, cena nabycia oraz cena sprzedaży tych udziałów (akcji) w przypadku ich zbycia

Na dzień 30 czerwca 2008 roku Fundusz nie posiadał akcji własnych, jak również żaden podmiot podporządkowany wobec Funduszu nie posiadał jego akcji własnych.

10. Posiadane oddziały (zakłady)

W roku 2008 spółki Grupy Kapitałowej nie posiadały oddziałów (zakładów).

11. Instrumenty finansowe w zakresie:

- a) ryzyka: zmiany cen, kredytowego, istotnych zakłóceń przepływów środków pieniężnych oraz utraty płynności finansowej, na jakie narażony jest Emitent,
- b) przyjętych przez Fundusz celach i metodach zarządzania ryzykiem finansowym, łącznie z metodami zabezpieczenia istotnych rodzajów planowanych transakcji, dla których stosowana jest rachunkowość zabezpieczeń

Opis przedstawiono w punkcie 36 skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

12. Aktualna i przewidywana sytuacja finansowa.

W okresie obrotowym Grupa Kapitałowa Funduszu osiągnęła zysk netto w wysokości 3.344 tys. zł. Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych za okres od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku wykazał zmniejszenie stanu środków pieniężnych netto o 42.959 tys. zł w stosunku do końca roku 2007. Na dzień 30 czerwca 2008 roku Grupa Kapitałowa posiadała płynne środki finansowe w wysokości 15 492 tys. zł.

Grupa Kapitałowa Funduszu w 2007 r. uzyskała środki finansowe ze sprzedaży nieruchomości należącej do spółki zależnej (Mardex Sp. z o.o. Spółka Komandytowa). Środki pozyskane ze sprzedaży nieruchomości, pozwoliły między innymi na spłatę wszystkich zobowiązań spółek z Grupy Kapitałowej Zachodniego Funduszu Inwestycyjnego NFI S.A. związanych z finansowaniem inwestycji, a następnie zostały przeznaczone m.in. na zakup udziałów w spółce Cracovia Property (RB nr 11/2008 z dn. 29 kwietnia 2008 r.). Spółka Cracovia Property Sp. z o.o. posiada nieruchomość składającą się z kilku działek o łącznej powierzchni 53.053 m² zlokalizowanych w południowej części Krakowa, przy ulicy Bochenka. Spółka wystąpiła o wydanie warunków zabudowy i planuje wybudowanie na tym terenie czterech wielorodzinnych budynków mieszkalnych, których łączna powierzchnia użytkowa wyniesie nie mniej niż 39.200 m². Nadwyżka płynnych środków finansowych w wysokości 20 mln zł została po dniu bilansowym ulokowana w obligacje wyemitowane przez spółkę Progress NFI S.A. (RB nr 16/2008 z dn. 6 czerwca 2008 r.).

13. Charakterystyka struktury aktywów i pasywów bilansu, w tym z punktu widzenia płynności Grupy Kapitałowej Emitenta.

Na aktywa Grupy składają się

Wyszczególnienie	Wartość w tys. zł	Struktura
Notowane krajowe akcje, inne papiery wartościowe i instrumenty finansowe	0	0,00%
Nienotowane krajowe papiery wartościowe, udziały i inne instrumenty finansowe	20743	7,36%
Należności	4 164	1,48%
Środki pieniężne	15 492	5,50%
Inne aktywa	241 527	85,67%
w tym nieruchomości inwestycyjne	232 505	82,47%
Ogółem	281 926	100,00%

Na pasywa Grupy składają się:

Wyszczególnienie	Wartość w tys. zł	Struktura
Zobowiązania	2 020	0,72%
Rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów	640	0,23%
Rezerwy	25 469	9,03%
Kapitał własny	253 797	90,02%
PASYWA RAZEM	281 926	100,00%

Struktura pasywów wskazuje na duże zaangażowanie kapitałów własnych w finansowanie działalności Funduszu.

14. Ważniejsze zdarzenia mające znaczący wpływ na działalność oraz wyniki finansowe Grupy Kapitałowej w okresie obrotowym lub których wpływ jest możliwy w następnych latach.

Plany mające znaczący wpływ na działalność oraz wyniki finansowe Funduszu w roku obrotowym lub których wpływ jest możliwy w następnych latach zostały przedstawione w pkt 6 niniejszego sprawozdania.

15. Opis struktury głównych lokat kapitałowych lub głównych inwestycji kapitałowych dokonanych w ramach Grupy Kapitałowej Emitenta w danym roku obrotowym.

Fundusz i spółki z Grupy Kapitałowej dokonały w 2008 roku szeregu inwestycji kapitałowych w ramach Grupy. Wszystkie te transakcje zostały opisane w punkcie 19 niniejszego opracowania i zostały wyeliminowane w trakcie konsolidacji sprawozdań finansowych.

Nadwyżkę środków pieniężnych lokowano w lokaty bankowe i dłużne nienotowane papiery wartościowe.

16. Opis zmian w organizacji Grupy Kapitałowej Emitenta oraz ich przyczyn.

W okresie objętym niniejszym sprawozdaniem zwiększyła się ilość spółek wchodzących w skład Grupy Kapitałowej Funduszu. Na koniec roku 2007 w grupie działało 10 spółek zależnych. W wyniku nabycia udziałów w spółce Cracovia Propoerty Sp. z o.o., na 30 czerwca 2008 liczba podmiotów zależnych wyniosła do 11.

Zmiany w organizacji Emitenta związane z restrukturyzacją Grupy Kapitałowej

W dniu 4 stycznia 2008 roku Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy KRS, wydał postanowienie w sprawie rejestracji zmiany wysokości (obniżenie) kapitału zakładowego spółki Mińska Development Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (spółka zależna w 100 % od Funduszu).

W dniu 1 lutego 2008 roku złożony został w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy – XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego wniosek o otwarcie postępowania likwidacyjnego dotyczącego spółki PZO Investment Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. PZO Investment Sp. z o.o. jest spółką zależną od Funduszu.

W dniu 1 lutego 2008 roku złożony został w Sądzie Rejonowym dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu - VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego wniosek o otwarcie postępowania likwidacyjnego

dotyczącego spółki R. and R. Adv. Secundo Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu. R. and R. Adv. Secundo Sp. z o.o. jest spółką pośrednio zależną od Funduszu.

17. Charakterystyka polityki w zakresie kierunków rozwoju Grupy Kapitałowej Emitenta.

Polityka w zakresie kierunków rozwoju Grupy Kapitałowej Emitenta przedstawiona jest w pkt 6 niniejszego sprawozdania.

18. Opis istotnych pozycji pozabilansowych w ujęciu podmiotowym, przedmiotowym i wartościowym.

Fundusz nie posiada pozycji pozabilansowych.

19. Transakcje z podmiotami powiązanymi.

W okresie od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku nie wystąpiły transakcje pomiędzy Funduszem a członkami Zarządu i Rady Nadzorczej Funduszu.

W okresie od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku nie wystąpiły żadne transakcje pomiędzy Funduszem a małżonkami, krewnymi lub powinowatymi w linii prostej do drugiego stopnia członków Zarządu i organów nadzorczych Funduszu, jednostek, w których Fundusz posiada udziały wiodące, zależne od Funduszu i z nimi stowarzyszone.

W okresie od 1 stycznia 2008 roku do 30 czerwca 2008 roku nie wystąpiły żadne transakcje pomiędzy Funduszem, a osobami związanymi z tytułu opieki, przysposobienia lub kurateli z członkami Zarządu i organów nadzorczych Funduszu, jednostek, w których Fundusz posiada udziały wiodące jednostek, zależnych od Funduszu i z nim stowarzyszonych.

Transakcje dotyczące rozrachunków

W okresie obrotowym Fundusz udzielił następujących pożyczek spółkom z Grupy Kapitałowej:

Data umowy	Dłużnik	Rodzaj	Kwota	Oprocentowanie	Termin spłaty
28-1-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	400 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	28-1-2009
7-2-2008	Praga z Okna Sp. z o.o.	pożyczka	600 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	6-2-2009
25-2-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	300 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	25-2-2009
28-2-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	700 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	28-2-2009
11-3-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	600 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	11-3-2009
9-4-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	400 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	9-4-2009
9-4-2008	Praga z Okna Sp. z o.o.	pożyczka	325 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	9-4-2009
11-4-2008	West Development Sp. z o.o.	pożyczka	300 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	11-4-2009
28-5-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	260 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	28-5-2009
28-5-2008	Praga z Okna Sp. z o.o.	pożyczka	280 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	28-5-2009
10-6-2008	Praga z Okna Sp. z o.o.	pożyczka	600 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	10-6-2009
25-6-2008	Fabryka PZO Sp. z o.o.	pożyczka	850 000 zł	WIBOR 1Y + 1,5%	26-6-2009

Pozostałe transakcje

W dniu 28 kwietnia 2008 roku Fundusz nabył 263.500 udziałów w spółce Cracovia Property Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu za łączną cenę 25.200.000,00 zł. Nabyte udziały reprezentują 75 % kapitału zakładowego tejże spółki i uprawniają do wykonywania 100% ogólnej liczby głosów na Zgromadzeniu Wspólników. Zbывcami są: spółka Novakonstelacja Limited oraz spółka Superkonstelacja Limited.

20. Udzielone pożyczki i emisje dłużnych papierów wartościowych.

W roku 2007 Fundusz i spółki z Grupy Kapitałowej udzielały pożyczek jedynie w ramach Grupy. Również emisje dłużnych papierów wartościowych występowały tylko pomiędzy podmiotami z Grupy. Opis transakcji przedstawiono w punkcie 19 powyżej.

21. Wynagrodzenie wypłacone w okresie obrotowym podmiotowi uprawnionemu do badania sprawozdań finansowych z tytułu przeglądu sprawozdania finansowego oraz innych usług świadczonych przez ten podmiot

W okresie obrotowym Spółki z Grupy Kapitałowej zostały obciążone przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych - WBS Rachunkowość Consulting Sp. z o.o. łączną kwotę 71,08 tys. zł.

W roku 2007 Spółki z Grupy Kapitałowej wypłaciły spółce WBS Rachunkowość Consulting Sp. z o.o. 107,9 tys. zł.

22. Czynniki nietypowe

W okresie obrotowym nie wystąpiły czynniki nietypowe, mające istotny wpływ na wynik finansowy Grupy Kapitałowej.

23. Objasnienie różnic pomiędzy wynikami finansowymi wykazanymi w raporcie rocznym a wcześniej publikowanymi prognozami wyników na dany rok

Spółki z Grupy Kapitałowej Funduszu nie publikowały prognoz wyników finansowych na rok 2008.

24. Ocena, wraz z jej uzasadnieniem, dotycząca zarządzania zasobami finansowymi, ze szczególnym uwzględnieniem zdolności wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań, oraz określenie ewentualnych zagrożeń i działań, jakie emitent podjął lub zamierza podjąć w celu przeciwdziałania tym zagrożeniom

W ocenie zarządu Funduszu nie występuje ryzyka zagrożenia płynności finansowej Funduszu

25. Zmiany w podstawowych zasadach zarządzania przedsiębiorstwem Emitenta i jego Grupą Kapitałową

W okresie obrotowym Fundusz nie posiadał firmy zarządzającej majątkiem Funduszu.

Po dacie bilansowej, w dniu 1 października 2008 r. została podpisana umowa o zarządzanie majątkiem Funduszu ze Spółką Assets Management Equity Fellows Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Spółka Komandytowo – Akcyjna z siedzibą w Warszawie (00-609) przy Al. Armii Ludowej 26, zarejestrowana w Rejestrze Przedsiębiorców prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000310805.

26. Umowy zawarte między emitentem a osobami zarządzającymi, przewidujące rekompensatę w przypadku ich rezygnacji lub zwolnienia z zajmowanego stanowiska bez ważnej przyczyny lub gdy ich odwołanie lub zwolnienie następuje z powodu połączenia emitenta przez przejęcie

W okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2008 r. umowy tego typu pomiędzy spółkami z Grupy Kapitałowej a osobami zarządzającymi nie były zawierane.

27. Łączna liczba i wartości nominalne wszystkich akcji (udziałów) emitenta oraz akcji i udziałów w jednostkach powiązanych emitenta, będących w posiadaniu osób zarządzających i nadzorujących

Zgodnie z informacjami posiadanymi przez Fundusz osoby zarządzające i nadzorujące Fundusz nie posiadały żadnych akcji Funduszu ani uprawnień do nich.

28. Informacje o znanych emitentowi umowach (w tym również zawartych po dniu bilansowym), w wyniku których mogą w przyszłości nastąpić zmiany w proporcjach posiadanych akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy i obligatariuszy

Zarząd Funduszu nie posiada informacji o umowach, w wyniku których mogą w przyszłości nastąpić zmiany w proporcjach posiadanych akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy i obligatariuszy

29. Wskazanie posiadaczy wszelkich papierów wartościowych, które dają specjalne uprawnienia kontrolne w stosunku do emitenta, wraz z opisem tych uprawnień

Nie występują.

30. Informację o systemie kontroli programów akcji pracowniczych

Spółki z Grupy Kapitałowej nie posiadają programu akcji pracowniczych.

31. Wskazanie wszelkich ograniczeń dotyczących przenoszenia prawa własności papierów wartościowych emitenta oraz wszelkich ograniczeń w zakresie wykonywania prawa głosu przypadających na akcje emitenta

Nie występują.

32. Oświadczenia Zarządu

Zarząd Funduszu oświadcza, że podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych, dokonujący badania skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Funduszu za okres obrotowy został wybrany zgodnie z przepisami prawa oraz, że podmiot ten oraz biegli rewidenci dokonujący tego badania spełniali warunki do wydania bezstronnej i niezależnej opinii zgodnie z właściwymi przepisami prawa krajowego.

Według najlepszej wiedzy Zarządu Funduszu, skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Funduszu za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2008 r. oraz prezentowane dane porównywalne sporządzone zostały zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości odzwierciedlają one w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową Spółki oraz jej wynik finansowy.

Zarząd Funduszu oświadcza, że roczne Sprawozdanie z działalności Zarządu zawiera prawdziwy obraz rozwoju, osiągnięć Spółki oraz jej sytuacji, w tym także opis podstawowych ryzyk i zagrożeń.

Rafał Mateusiak

Ewa Ciesla

Prezes Zarządu

Członek Zarządu

31 października 2008 roku